

# **Die Rolle von Immobilieninvestoren auf dem deutschen Markt für Public Private Partnerships (PPPs)**

## **Eine institutionenökonomische Betrachtung**

---

Dissertation

zur Erlangung des akademischen Grades

Doktor-Ingenieur (Dr.-Ing.)

an der Fakultät Bauingenieurwesen

der Bauhaus-Universität Weimar

vorgelegt von

Dipl. Ing. M.Sc. Susann Cordes (geb. Vollrath)

geboren am 02.09.1977 in Friedrichroda

Gutachter

Prof. Dr.-Ing. Dipl.-Wirtsch.-Ing. Hans Wilhelm Alfen (Mentor)

Prof. Dr.-Ing. Dipl.-Kfm. Dieter Jacob

Prof. Dr.-Ing. Bernd Kochendörfer

Tag der Disputation: 16. März 2009

---

## Impressum

Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen

Herausgeber

© Bauhaus-Universität Weimar

Fakultät Bauingenieurwesen

Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen

Univ.-Prof. Dr.-Ing. Dipl.-Wirtsch.-Ing. Hans Wilhelm Alfen

Marienstraße 7A

D-99423 Weimar

Tel.: (+49) 03643/584592

Autor

Dr.-Ing. Susann Cordes

E-Mail: [susann.cordes@googlemail.com](mailto:susann.cordes@googlemail.com)

Bezugsmöglichkeit

Verlag der Bauhaus-Universität Weimar

Fax: 03643/581156

E-Mail: [verlag@uni-weimar.de](mailto:verlag@uni-weimar.de)

Druck

docupoint Magdeburg GmbH

Umschlaggestaltung

Christian Mohr

ISBN 978-3-86068-387-3

Diese Veröffentlichung steht online als Volltext im Publikationsportal der Bauhaus-Universität Weimar unter folgender URL zur Verfügung: <http://e-pub.uni-weimar.de/volltexte/2009/1467/>

---

## **Vorwort des Herausgebers und Betreuers der Arbeit**

Die vorliegende Arbeit ist ein hervorragendes Beispiel dafür, wie man extrem vielschichtige Zusammenhänge wissenschaftlich umfassend und anspruchsvoll analysieren, verblüffend begreifbar strukturieren und einer pointierten Lösung zuführen kann, die für Wissenschaft und Praxis von gleichermaßen großem Interesse ist.

Dabei ist die Arbeit von hoher Aktualität. Public Private Partnerships (PPPs) haben sich in Deutschland als alternative Beschaffungsvarianten der öffentlichen Hand etabliert. Mitte 2008 wurde der einhundertste Vertrag unterzeichnet. Ein spezielles Kennzeichen von PPP-Projekten sind private Investitionen. Bisher handelte es sich bei den Investoren vorwiegend um strategische Investoren, d.h. im Wesentlichen Bau- oder Betreiberunternehmen oder beide in Kombination. Soll der expliziten politischen Intention der Bundesregierung, den Anteil von PPP an der öffentlichen Beschaffung in absehbarer Zeit von derzeit 4% auf ca. 15% zu erhöhen, entsprochen werden, ist es absehbar, dass der damit verbundene Investitionsbedarf nicht nur über strategische Investoren zu decken sein wird.

Vor diesem Hintergrund hat sich Frau Cordes in ihrer Arbeit zum Ziel gesetzt, verschiedene Immobilieninvestorentypen auf ihre Eignung für Investitionen in PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau zu untersuchen. An den Ergebnissen sind durchaus verschiedene Beteiligte am PPP-Modell interessiert. Hierzu gehören neben den nach Anlagemöglichkeiten entsprechend ihrem spezifischen Risikorenditeprofil suchenden Immobilieninvestoren selbst, in erster Linie die öffentlichen Projektträger, die geeignete Investoren für ihre mit ganz spezifischen Rahmenbedingungen versehenen Projekte suchen. Gleichzeitig sind aber auch die strategischen Investoren interessiert, insbesondere wenn es sich um mittelständische Unternehmen handelt. Sie sind ihrerseits auf der Suche nach Investorenpartnern, die ihr Eigenkapitalengagement reduzieren helfen, sei es, dass diese gleich von Projektbeginn an oder erst nach Abschluss der Bauphase zu Betriebsbeginn, also über den Sekundärmarkt, in die Projekte einsteigen.

Wissenschaftlich basiert die Arbeit im Wesentlichen auf der Neuen Institutionenökonomik, insbesondere auf der Prinzipal-Agent-Theorie und dem Transaktionskostenansatz. Zudem werden relevante theoretische Grundlagen zu PPP und speziell zur Finanzierung von PPP-Projekten erläutert. Frau Cordes stellt die zentrale These auf, dass die Eignung eines Investors für Investitionen in ein spezifisches PPP-Projekt davon abhängt, wie groß der „definierte Gestaltungsrahmen“ des Investors ist und ob sich dieser mit dem „erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen“ eines PPP-Projektes deckt. Diese These entwickelt sie aus institutionenökonomischer Perspektive und leitet daraus die wesentlichen Erkenntnisse ihrer Arbeit ab. Die Idee und Vorgehensweise ist dabei ebenso originell wie wissenschaftlich korrekt.

Die Arbeit lässt die Auswirkungen der aktuellen weltweiten Finanzkrise weitgehend unberücksichtigt, da sie bereits vor Erkennbarkeit von Ausprägung und Ausmaß der Krise weitgehend abgeschlossen war. Andererseits dürften die Ergebnisse der Arbeit auch unabhängig davon langfristig als valide angesehen werden. Die Bedeutung der Arbeit insgesamt und insbesondere der Betrachtungen zu den mezzaninen Finanzierungsinstrumenten dürften sogar vor diesem Hintergrund noch erheblich gestiegen sein.

Weimar, im April 2009

Prof. Dr.-Ing. Hans Wilhelm Alfen



---

## **Vorwort der Autorin**

Die vorliegende Arbeit entstand als externes Promotionsprojekt an der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen der Bauhaus-Universität Weimar während meiner Tätigkeit beim Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. in Berlin. Im Mittelpunkt stand für mich die praktische Frage, wie das erforderliche Kapital für die steigende Zahl an PPP-Hochbauprojekten bereitgestellt werden kann. Meine auf der theoretischen Basis der Neuen Institutionenökonomik durchgeführte Untersuchung identifiziert die verschiedenen Immobilieninvestoren als Kooperationspartner, Kapitalgeber oder auch Wettbewerber für strategische Investoren auf dem PPP-Erst- und Zweitmarkt. Dabei zeige ich, welche wichtige Rolle Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt einnehmen können.

Danken möchte ich vor allem meinem Doktorvater Prof. Dr.-Ing. Hans Wilhelm Alfen und Dr. Heiko Stiepelmann, dem stellvertretenden Hauptgeschäftsführer des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie. Von ihnen stammt die Idee der Kombination von praktischer und wissenschaftlicher Tätigkeit, die es ermöglicht hat, neben intensiven Phasen der wissenschaftlichen Arbeit auch wertvolle praktische Erfahrungen zu sammeln und in die Arbeit einfließen zu lassen.

Prof. Alfen hat mich mit seinen Ideen seit meinem Aufbaustudium an seiner Professur begleitet und unterstützt. Durch ihn habe ich Zugang zum Thema PPP bekommen, er stand stets für wissenschaftliche Auseinandersetzungen zur Verfügung, und er hat mir den inhaltlichen Spielraum gewährt, der für eine eigenständige wissenschaftliche Arbeit erforderlich ist.

Dr. Stiepelmann danke ich für die anregenden Gespräche und sein Verständnis. Er hat mir genügend Freiraum für die arbeitsintensiven Phasen eingeräumt und mich immer wieder zum wissenschaftlichen Arbeiten ermutigt.

Prof. Dr.-Ing. Dieter Jacob und Prof. Dr.-Ing. Bernd Kochendörfer danke ich für ihre Bereitschaft und ihr Interesse, sich als Gutachter mit der Arbeit auseinanderzusetzen und Hinweise und Anregungen zu geben. Die intensiven fachlichen Diskussionen mit Prof. Dr. Ramón Sotelo, auf dessen theoretischen Ansätzen der Analyserahmen der Arbeit aufbaut, haben ebenfalls dazu beigetragen, diese erfolgreich abzuschließen.

Herzlich danken möchte ich auch den wissenschaftlichen Mitarbeitern der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen für die stets konstruktiven Diskussionen im Rahmen des Doktorandenkolloquiums. Die freundschaftlichen Gespräche haben immer wieder zur Motivation beigetragen. Dies gilt auch für viele Freunde und Doktoranden anderer Universitäten, die einen großen Beitrag für die Arbeit geleistet haben.

Ein ganz besonderer Dank gilt meiner Familie, die mich in schwierigen Phasen unermüdlich ermuntert hat, das Promotionsvorhaben zum Abschluss zu bringen. Insbesondere möchte ich meinen Eltern, Gertraud und Jürgen Vollrath, danken, die mich auf meinem bisherigen Lebensweg stets in meinem Handeln bestärkt und uneingeschränkt unterstützt haben.

Meinem lieben Mann, Dr. Christian Cordes, danke ich von ganzem Herzen. Er hat mir während der Zeit immer verständnisvoll zur Seite gestanden, mir den Rücken freigehalten, mich liebevoll motiviert und damit einen maßgeblichen Anteil am Gelingen dieser Arbeit.

Jena, im April 2009

Susann Cordes



---

## **I. Inhaltsübersicht**

## **II. INHALTSVERZEICHNIS ..... IX**

## **III. ABBILDUNGSVERZEICHNIS ..... XV**

## **IV. TABELLENVERZEICHNIS ..... XVII**

## **V. ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS ..... XIX**

## **1 EINFÜHRUNG ..... 1**

### **1.1 Problemstellung, Stand der Forschung, Zielsetzung und Methode ..... 2**

### **1.2 Gang der Untersuchung ..... 5**

## **2 THEORETISCHE GRUNDLAGEN UND ANALYSERAHMEN DER ARBEIT ..... 9**

### **2.1 Neue Institutionenökonomik als Basis des Analyserahmens der Arbeit ..... 9**

### **2.2 Public Private Partnership ..... 31**

### **2.3 Finanzierungsmodelle für PPP-Projekte ..... 47**

### **2.4 Zusammenfassung des zweiten Kapitels ..... 57**

## **3 IMMOBILIENINVESTOREN ..... 59**

### **3.1 Offene Immobilien-Publikumsfonds (Immobilien-Sondervermögen) ..... 63**

### **3.2 Offene PPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen) ..... 73**

### **3.3 Offene PPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen) ..... 79**

### **3.4 Geschlossene Immobilienfonds ..... 83**

### **3.5 Real Estate Investment Trusts - REITs ..... 90**

### **3.6 Real Estate Private Equity Fonds - REPE Fonds ..... 96**

### **3.7 Lebensversicherungen (Versicherungen und Pensionskassen) ..... 104**

### **3.8 Zusammenfassung des dritten Kapitels ..... 110**

<b>4</b>	<b>DAS PPP-PROJEKT AUS SICHT EINES INVESTORS.....</b>	<b>117</b>
4.1	PPP-Vertragsmodelle .....	118
4.2	PPP-Wertschöpfungsphasen .....	132
4.3	PPP-Immobilienarten.....	146
4.4	Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt.....	161
4.5	Zusammenfassung des vierten Kapitels.....	172
<b>5</b>	<b>DIE ROLLE DER IMMOBILIENINVESTOREN BEI PPP-INVESTITIONEN ....</b>	<b>173</b>
5.1	Die Rolle offener Immobilien-Publikumsfonds bei PPP-Investitionen .....	174
5.2	Die Rolle offener PPP-Publikumsfonds bei PPP-Investitionen.....	180
5.3	Die Rolle offener PPP-Spezialfonds bei PPP-Investitionen .....	186
5.4	Die Rolle geschlossener Immobilienfonds bei PPP-Investitionen .....	191
5.5	Die Rolle von REITs bei PPP-Investitionen.....	198
5.6	Die Rolle von REPE Fonds bei PPP-Investitionen.....	203
5.7	Die Rolle von Lebensversicherungen bei PPP-Investitionen .....	208
5.8	Zusammenfassung des fünften Kapitels .....	212
<b>6</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK.....</b>	<b>217</b>
6.1	Zusammenfassung der Ergebnisse.....	217
6.2	Ausblick und weiterer Forschungsbedarf.....	220
<b>7</b>	<b>LITERATUR.....</b>	<b>223</b>
7.1	Gesetze und Erlasse.....	252
7.2	Workshops und Gespräche mit Experten .....	254



---

## **II. Inhaltsverzeichnis**

<b>I. INHALTSÜBERSICHT .....</b>	<b>VII</b>
<b>II. INHALTSVERZEICHNIS .....</b>	<b>IX</b>
<b>III. ABBILDUNGSVERZEICHNIS.....</b>	<b>XV</b>
<b>IV. TABELLENVERZEICHNIS.....</b>	<b>XVII</b>
<b>V. ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS .....</b>	<b>XIX</b>
<b>1 EINFÜHRUNG.....</b>	<b>1</b>
1.1 Problemstellung, Stand der Forschung, Zielsetzung und Methode.....	2
1.2 Gang der Untersuchung.....	5
<b>2 THEORETISCHE GRUNDLAGEN UND ANALYSERAHMEN DER ARBEIT .....</b>	<b>9</b>
2.1 Neue Institutionenökonomik als Basis des Analyserahmens der Arbeit.....	9
2.1.1 Kritik an der neoklassischen Finanzierungstheorie .....	9
2.1.2 Annahmen der Neuen Institutionenökonomik.....	10
2.1.3 Gegenstand der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie .....	13
2.1.4 Prinzipal-Agent-Theorie .....	14
2.1.4.1 Prinzipal-Agent-Beziehung und -Probleme .....	15
2.1.4.2 Strategien zur Vermeidung von Prinzipal-Agent-Problemen.....	17
2.1.4.3 Zusammenfassung.....	19
2.1.5 Finanzierungsformen in der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie...	19
2.1.5.1 Fremdkapitalfinanzierung .....	20
2.1.5.2 Eigenkapitalfinanzierung .....	22
2.1.5.3 Mezzanine-Kapitalfinanzierung .....	23
2.1.6 Transaktionskostenansatz .....	23

2.1.7	Theoretischer Analyserahmen der Arbeit.....	25
2.1.7.1	Handlungsspielraum als Determinante geschäftlicher Aktivitäten.....	26
2.1.7.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung als Determinante geschäftlicher Aktivitäten .....	27
2.1.7.3	Definierter Gestaltungsrahmen.....	28
<b>2.2</b>	<b>Public Private Partnership .....</b>	<b>31</b>
2.2.1	Abgrenzung von PPP gegenüber Privatisierungsformen.....	31
2.2.1.1	Ziele und Merkmale von PPP-Projekten.....	35
2.2.2	Marktteilnehmer und deren Interessen.....	38
2.2.2.1	Öffentliche Auftraggeber .....	38
2.2.2.2	Private Auftragnehmer .....	40
2.2.2.3	Strategische Investoren .....	40
2.2.2.4	Finanzinvestoren .....	44
2.2.2.5	Fremdkapitalgeber .....	45
2.2.2.6	Sonstige Beteiligte .....	46
<b>2.3</b>	<b>Finanzierungsmodelle für PPP-Projekte .....</b>	<b>47</b>
2.3.1	Forfaitierung mit Einredeverzicht .....	48
2.3.2	Projektfinanzierung .....	50
2.3.3	Kapitalarten für PPP-Projekte .....	52
2.3.3.1	Formen des Fremdkapitals für PPP-Projektfinanzierungen .....	52
2.3.3.2	Formen des Eigenkapitals für PPP-Projektfinanzierungen .....	54
2.3.3.3	Formen des Mezzanine-Kapitals für PPP-Projektfinanzierungen .....	55
<b>2.4</b>	<b>Zusammenfassung des zweiten Kapitels.....</b>	<b>57</b>
<b>3</b>	<b>IMMOBILIENINVESTOREN .....</b>	<b>59</b>
<b>3.1</b>	<b>Offene Immobilien-Publikumsfonds (Immobilien-Sondervermögen).....</b>	<b>63</b>
3.1.1	Normierter Handlungsspielraum offener Immobilien-Publikumsfonds .....	66
3.1.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen Immobilien-Publikumsfonds.....	68
3.1.3	Definierter Gestaltungsrahmen offener Immobilien-Publikumsfonds .....	70
<b>3.2</b>	<b>Offene PPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen) .....</b>	<b>73</b>
3.2.1	Normierter Handlungsspielraum offener PPP-Publikumsfonds .....	73

---

3.2.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen PPP-Publikumsfonds.....	75
3.2.3	Definierter Gestaltungsrahmen offener PPP-Publikumsfonds .....	77
<b>3.3</b>	<b>Offene PPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen) .....</b>	<b>79</b>
3.3.1	Normierter Handlungsspielraum offener PPP-Spezialfonds .....	79
3.3.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen PPP-Spezialfonds .....	80
3.3.3	Definierter Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds.....	82
<b>3.4</b>	<b>Geschlossene Immobilienfonds .....</b>	<b>83</b>
3.4.1	Normierter Handlungsspielraum geschlossener Immobilienfonds.....	85
3.4.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei geschlossenen Immobilienfonds .....	87
3.4.3	Definierter Gestaltungsrahmen geschlossener Immobilienfonds.....	88
<b>3.5</b>	<b>Real Estate Investment Trusts - REITs.....</b>	<b>90</b>
3.5.1	Normierter Handlungsspielraum von REITs.....	91
3.5.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei REITs.....	93
3.5.3	Definierter Gestaltungsrahmen von REITs.....	95
<b>3.6</b>	<b>Real Estate Private Equity Fonds - REPE Fonds.....</b>	<b>96</b>
3.6.1	Normierter Handlungsspielraum von REPE Fonds .....	99
3.6.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei REPE Fonds .....	100
3.6.3	Definierter Gestaltungsrahmen von REPE Fonds .....	101
<b>3.7</b>	<b>Lebensversicherungen (Versicherungen und Pensionskassen) .....</b>	<b>104</b>
3.7.1	Normierter Handlungsspielraum von Lebensversicherungen .....	105
3.7.2	Ausgestaltung der PA-Beziehung bei Lebensversicherungen.....	107
3.7.3	Definierter Gestaltungsrahmen von Lebensversicherungen.....	108
<b>3.8</b>	<b>Zusammenfassung des dritten Kapitels .....</b>	<b>110</b>
<b>4</b>	<b>DAS PPP-PROJEKT AUS SICHT EINES INVESTORS .....</b>	<b>117</b>
<b>4.1</b>	<b>PPP-Vertragsmodelle .....</b>	<b>118</b>
4.1.1	PPP-Inhabermodell.....	120
4.1.2	PPP-Erwerbermodell .....	122
4.1.3	PPP-FM-Leasingmodell.....	124

4.1.4	PPP-Vermietungsmodell.....	126
4.1.5	PPP-Konzessionsmodell.....	128
4.1.6	Zusammenfassung .....	130
<b>4.2</b>	<b>PPP-Wertschöpfungsphasen .....</b>	<b>132</b>
4.2.1	Angebotsphase.....	132
4.2.2	Planungs- und Bauphase.....	136
4.2.3	Inbetriebnahmephase .....	139
4.2.4	Betriebsphase.....	141
4.2.5	Verwertungsphase.....	143
4.2.6	Zusammenfassung .....	144
<b>4.3</b>	<b>PPP-Immobilienarten.....</b>	<b>146</b>
4.3.1	PPP-Verwaltungsimmobilien.....	147
4.3.2	PPP-Bildungsimmobilien.....	148
4.3.2.1	PPP-Schulimmobilien .....	149
4.3.2.2	PPP-Hochschulimmobilien .....	151
4.3.3	PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien .....	153
4.3.4	PPP-Gesundheitsimmobilien .....	155
4.3.5	PPP-Sicherheitsimmobilien.....	157
4.3.6	Sonstige PPP-Immobilien .....	159
4.3.7	Zusammenfassung .....	160
<b>4.4</b>	<b>Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt.....</b>	<b>161</b>
4.4.1	Eigene PPP-Projektentwicklung durch den Investor .....	161
4.4.2	PPP-Projektentwicklung in Kooperation .....	164
4.4.3	Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft.....	167
4.4.4	Indirekte Beteiligung über Immobilienanlagevehikel.....	170
4.4.5	Zusammenfassung .....	171
<b>4.5</b>	<b>Zusammenfassung des vierten Kapitels.....</b>	<b>172</b>

<b>5</b>	<b>DIE ROLLE DER IMMOBILIENINVESTOREN BEI PPP-INVESTITIONEN.....</b>	<b>173</b>
<b>5.1</b>	<b>Die Rolle offener Immobilien-Publikumsfonds bei PPP-Investitionen .....</b>	<b>174</b>
5.1.1	PPP-Handlungsoptionen für offene Immobilien-Publikumsfonds.....	174
5.1.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für offene Immobilien-Publikumsfonds.....	176
5.1.3	PPP-Vertragsmodelle für offene Immobilien-Publikumsfonds .....	177
5.1.4	PPP-Immobilienarten für offene Immobilien-Publikumsfonds.....	179
5.1.5	Fazit für offene Immobilien-Publikumsfonds .....	180
<b>5.2</b>	<b>Die Rolle offener PPP-Publikumsfonds bei PPP-Investitionen .....</b>	<b>180</b>
5.2.1	PPP-Handlungsoptionen für offene PPP-Publikumsfonds.....	180
5.2.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für offene PPP-Publikumsfonds.....	182
5.2.3	PPP-Vertragsmodelle für offene PPP-Publikumsfonds .....	183
5.2.4	PPP-Immobilienarten für offene PPP-Publikumsfonds.....	184
5.2.5	Fazit für offene PPP-Publikumsfonds .....	185
<b>5.3</b>	<b>Die Rolle offener PPP-Spezialfonds bei PPP-Investitionen .....</b>	<b>186</b>
5.3.1	PPP-Handlungsoptionen für offene PPP-Spezialfonds .....	186
5.3.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für offene PPP-Spezialfonds.....	187
5.3.3	PPP-Vertragsmodelle für offene PPP-Spezialfonds.....	188
5.3.4	PPP-Immobilienarten für offene PPP-Spezialfonds .....	189
5.3.5	Fazit für offene PPP-Spezialfonds .....	190
<b>5.4</b>	<b>Die Rolle geschlossener Immobilienfonds bei PPP-Investitionen .....</b>	<b>191</b>
5.4.1	PPP-Handlungsoptionen für geschlossene Immobilienfonds .....	191
5.4.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für geschlossene Immobilienfonds.....	194
5.4.3	PPP-Vertragsmodelle für geschlossene Immobilienfonds.....	195
5.4.4	PPP-Immobilienarten für geschlossene Immobilienfonds .....	196
5.4.5	Fazit für geschlossene Immobilienfonds .....	197
<b>5.5</b>	<b>Die Rolle von REITs bei PPP-Investitionen.....</b>	<b>198</b>
5.5.1	PPP-Handlungsoptionen für REITs.....	198
5.5.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für REITs.....	199

5.5.3	PPP-Vertragsmodelle für REITs .....	200
5.5.4	PPP-Immobilienarten für REITs .....	202
5.5.5	Fazit für REITs .....	203
<b>5.6</b>	<b>Die Rolle von REPE Fonds bei PPP-Investitionen .....</b>	<b>203</b>
5.6.1	PPP-Handlungsoptionen für REPE Fonds .....	204
5.6.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für REPE Fonds .....	205
5.6.3	PPP-Vertragsmodelle für REPE Fonds .....	206
5.6.4	PPP-Immobilienarten für REPE Fonds .....	207
5.6.5	Fazit für REPE Fonds .....	207
<b>5.7</b>	<b>Die Rolle von Lebensversicherungen bei PPP-Investitionen .....</b>	<b>208</b>
5.7.1	PPP-Handlungsoptionen für Lebensversicherungen .....	208
5.7.2	PPP-Wertschöpfungsphasen für Lebensversicherungen .....	209
5.7.3	PPP-Vertragsmodelle für Lebensversicherungen .....	210
5.7.4	PPP-Immobilienarten für Lebensversicherungen .....	211
5.7.5	Fazit für Lebensversicherungen .....	212
<b>5.8</b>	<b>Zusammenfassung des fünften Kapitels .....</b>	<b>212</b>
<b>6</b>	<b>ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK .....</b>	<b>217</b>
6.1	Zusammenfassung der Ergebnisse .....	217
6.2	Ausblick und weiterer Forschungsbedarf .....	220
<b>7</b>	<b>LITERATUR .....</b>	<b>223</b>
7.1	Gesetze und Erlasse .....	252
7.2	Workshops und Gespräche mit Experten .....	254

---

### III. Abbildungsverzeichnis

Abbildung 1: Systematischer Aufbau der Arbeit .....	7
Abbildung 2: Zusammenhang zwischen Kapitalkosten und Spezifität .....	24
Abbildung 3: Theoretischer Analyserahmen der Arbeit .....	30
Abbildung 4: Systematisierung der Privatisierungsformen .....	33
Abbildung 5: Institutionalisierte PPPs und Vertrags-PPPs .....	34
Abbildung 6: Struktur einer Forfaitierung mit Einredeverzicht.....	49
Abbildung 7: Struktur einer Projektfinanzierung .....	51
Abbildung 8: Determinanten des definierten Gestaltungsrahmens eines Immobilieninvestors .....	63
Abbildung 9: Struktur und Beteiligte eines offenen Fonds .....	65
Abbildung 10: Struktur und Beteiligte eines Real Estate Private Equity Fonds.....	98
Abbildung 11: Determinanten des erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmens eines PPP- Projektes.....	118
Abbildung 12: PPP-Wertschöpfungsprozess.....	145
Abbildung 13: Typologisierung von PPP-Immobilien nach Immobilienarten .....	146
Abbildung 14: Kategorisierung von PPP-Schulimmobilien nach Nutzung.....	149
Abbildung 15: Kategorisierung von PPP-Hochschulimmobilien nach Nutzung .....	151
Abbildung 16: Kategorisierung von PPP-Gesundheitsimmobilien nach Nutzung.....	155
Abbildung 17: Kategorisierung von PPP-Sicherheitsimmobilien nach Nutzung .....	158
Abbildung 18: Eigene PPP-Projektentwicklung durch den Investor.....	162
Abbildung 19: PPP-Projektentwicklung in Kooperation .....	164
Abbildung 20: Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft .....	167
Abbildung 21: PPP-Projektentwicklung geschlossener Immobilienfonds.....	191
Abbildung 22: PPP-Projektentwicklung in Kooperation bei geschlossenen Immobilienfonds .....	193





---

## **IV. Tabellenverzeichnis**

Tabelle 1: Übersicht über Prinzipal-Agent-Probleme und Vermeidungsstrategien.....	19
Tabelle 2: Übersicht über die Eigenschaften der Immobilieninvestoren .....	112
Tabelle 3: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Vertragsmodelle .....	130
Tabelle 4: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Wertschöpfungsphasen.....	145
Tabelle 5: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Immobilienarten .....	160
Tabelle 6: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Handlungsoptionen .....	171
Tabelle 7: Übersicht über PPP-Investitionsmöglichkeiten der Immobilieninvestoren .....	213



---

## V. Abkürzungsverzeichnis

AG	Auftraggeber
AN	Auftragnehmer
AnlV	Anlageverordnung
AnSVG	Anlegerschutzverbesserungsgesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BerVersV	Versicherungsberichtserstattungs-Verordnung
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BHO	Bundeshaushaltsordnung
BMF	Bundesministerium der Finanzen
BMVBS	Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung
BMVBW	Bundesministerium für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen
BOT	Build, Operate, Transfer
BVI	Bundesverband Investment und Asset Management e.V.
BVZL	Bundesverband Vermögensanlagen im Zweitmarkt Lebensversicherungen e.V.
EBS	European Business School
EIB	Europäische Investitionsbank
DCF	Discounted Cashflow
DSCR	Debt Service Cover Ratio
EK	Eigenkapital
ESVG	Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen
EU	Europäische Union
EWR	Europäischer Wirtschaftsraum
FK	Fremdkapital
FM	Facility Management
GbR	Gesellschaft bürgerlichen Rechts
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V.
GGR	Gesamtgestaltungsrahmen
GmbHG	GmbH-Gesetz
GU	Generalunternehmer
HDB	Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V.
HGB	Handelsgesetzbuch

---

InvG	Investmentgesetz
InvÄndG	Investmentänderungsgesetz
InvStG	Investmentsteuergesetz
IFRS	International Financial Reporting Standards
JVA	Justizvollzugsanstalt
KAG	Kapitalanlagegesellschaft
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
KWG	Gesetz über das Kreditwesen
LLCR	Loan Life Cover Ration
NAV	Net Asset Value
ÖPP	Öffentlich Private Partnerschaften
ÖPP-BeschlG	ÖPP-Beschleunigungsgesetz
PFI	Private Finance Initiative
PPP	Public Private Partnership
PPP-VereinfG	PPP-Vereinfachungsgesetz
PSC	Public Sector Comparator
REIT	Real Estate Investment Trust
REPE	Real Estate Private Equity
PLCR	Project Life Cover Ratio
UK	United Kingdom
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VerkaufsperspG	Verkaufsprospektgesetz
VGF	Verband Geschlossene Fonds e.V.
WpPG	Wertpapierprospektgesetz
PA	Prinzipal-Agent
ZEW	Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung

---

# 1 Einführung

Public Private Partnerships (PPPs)<sup>1</sup> - die langfristige, vertraglich geregelte Zusammenarbeit zwischen öffentlicher Hand und Privatwirtschaft zur Erfüllung öffentlicher Aufgaben - haben sich als alternative Variante zur Beschaffung öffentlicher Infrastruktur in den vergangenen Jahren in Deutschland etabliert.<sup>2</sup> Deutschland folgt somit dem Vorbild anderer Länder<sup>3</sup>, wie Großbritannien<sup>4</sup>, Australien<sup>5</sup>, Amerika<sup>6</sup> oder Kanada<sup>7</sup>. Dabei können PPPs in verschiedenen Sektoren und in unterschiedlichen Ausgestaltungsformen angewandt werden.<sup>8</sup>

Gründe für die Verbreitung von Public Private Partnerships sind u.a. die leeren öffentlichen Kassen und der anhaltende Bedarf an Investitionen in öffentliche Infrastruktur. Durch die in den vergangenen Jahren fehlenden öffentlichen Haushaltsmittel hat sich ein enormer Investitionsstau aufgebaut, der sich im Zustand der deutschen Infrastruktur widerspiegelt.<sup>9</sup> So hat das Deutsche Institut für Urbanistik (Difu) schon im Jahr 2001 in einer Studie darauf hingewiesen, dass allein der kommunale Investitionsbedarf in den Jahren 2000 bis 2009 rund 686 Mrd. Euro beträgt.<sup>10</sup> Dieser Bedarf wurde in den vergangenen Jahren keinesfalls gedeckt. Dies zeigt eine aktuelle Studie des Difu, die für die Jahre 2006 bis 2020 einen kommunalen Investitionsbedarf von insgesamt 704 Mrd. Euro ermittelt.<sup>11</sup>

PPP ist ein Weg, den enormen Investitionsbedarf in Infrastruktur schneller und effizienter zu decken als bisher. So können mit der Realisierung öffentlicher Infrastruktur über PPP Effizienzgewinne in einer Größenordnung von 10 bis 20% der gesamten Lebenszykluskosten gegenüber der herkömmlichen konventionellen Beschaffungsvariante generiert werden.<sup>12</sup> Des Weiteren kann - vor dem Hintergrund leerer kommunaler Haushaltskassen - mit PPP ein Vorzieheffekt dringender Investitionen in Infrastruktur realisiert werden, da die öffentliche Hand die Infrastruktur zwar quasi sofort erhält, jedoch über einen Zeitraum von 20 bis 30

---

<sup>1</sup> In der deutschsprachigen Literatur spricht man auch von Öffentlich Privaten Partnerschaften (ÖPP).

<sup>2</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 11; Bodner, PPP-Vereinfachungsgesetz, 2007, S. 7.

<sup>3</sup> Einen Überblick über internationale PPPs geben z.B.: Levy, BOT – Paving the Way, 1996; Berg / Pollit / Tsuji, Private Finance Initiative, 2002. Die Rahmenbedingungen für PPP-Projekte in Europa werden untersucht bei: Jacob / Kochendörfer, Private Finanzierung EU-Vergleich, 2000; Blanc-Brude / Goldsmith / Väilä, PPPs in Europe, 2007.

<sup>4</sup> Großbritannien gilt mit seiner Private Finance Initiative (PFI) als europäisches PPP-Mutterland. Vgl. Blanc-Brude / Goldsmith / Väilä, PPPs in Europe, 2007, S. 5. Grundlagen zu PFI liefern z.B.: Fox / Tott, The PFI Handbook, 1999; Akintoye / Beck / Hardcastle, PPPs - risks and opportunities, 2003.

<sup>5</sup> Public Private Partnerships und Privatisierungen bei der Finanzierung der öffentlichen Infrastruktur in Australien werden z.B. diskutiert bei: Spoehr / Whitfield / Sheil et al., PPP in Australia, 2002.

<sup>6</sup> Für einen umfangreichen Überblick über Public Private Partnerships in den USA mit 8 Fallstudien aus verschiedenen Sektoren siehe: Stainback, Public / Private Finance and Development, 2000.

<sup>7</sup> Vgl. Allan, PPP: Literature and Practice, 1999.

<sup>8</sup> Vgl. Riess, PPP and sectors, 2005; Pauly, Miteinander, 2006.

<sup>9</sup> Zu nennen sind hier beispielsweise der schlechte Zustand von Straßen oder Brücken, marode Schulen oder auch der tragische Einsturz einer Sporthalle in Bad Reichenhall.

<sup>10</sup> Vgl. Reidenbach / Apel / Frischmuth et al., Kommunaler Investitionsbedarf 2000-2009, 2002, S. 336.

<sup>11</sup> Vgl. Reidenbach / Bracher / Grabow et al., Investitionsrückstand und Investitionsbedarf, 2008, S. 19. Die Angaben erfolgen in Preisen des Jahres 2000.

<sup>12</sup> Die Arthur Anderson Studie im Auftrag der PPP Task Force UK konnte Einsparungen von 17% bei britischen PPP/PFI-Projekten feststellen. Vgl. Arthur Andersen, Value for Money, 2000, S. 3. Die in Deutschland realisierten 104 PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau weisen einen durchschnittlichen mit dem Investitionsvolumen gewichteten Effizienzvorteil von 16% auf. Eigene Erhebung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

Jahren gestreckt bezahlt. Dabei ist jedoch darauf hinzuweisen, dass PPP nicht „Bauen ohne Geld“ und auch nicht „Sparen ohne Geld“ bedeutet. Zwar können mit nutzerfinanzierten PPP-Projekten alternative Einnahmequellen generiert werden, haushaltsfinanzierte Projekte müssen jedoch, wie auch die konventionelle Realisierung, vom öffentlichen Auftraggeber über ein Leistungsentgelt aus dem öffentlichen Haushalt bezahlt werden.<sup>13</sup>

Aufgrund der innovations- und effizienzfördernden Merkmale von PPP-Projekten können diese insgesamt zur Verbesserung von Qualität und Quantität der Infrastrukturmaßnahmen beitragen, was nicht zuletzt auch positive Auswirkungen auf die Attraktivität des Standorts Deutschland hat.

Die vorliegende Arbeit leistet hierbei mit den entwickelten PPP-Investitionsmodellen für Immobilieninvestoren einen wichtigen Beitrag. So wird systematisch dargestellt, in welcher Form Immobilieninvestoren ihr Kapital und Know-how in die Realisierung öffentlicher Infrastruktur über PPP-Hochbauprojekte in Deutschland einbringen können. Zudem wird ihre Rolle auf dem PPP-Markt als Kooperationspartner oder Wettbewerber für Bau- und Betreiberunternehmen identifiziert. Diese theoretisch fundierte Klassifizierung bildet den Kern der vorliegenden Arbeit. Problemstellung und Zielsetzung der Untersuchung werden im Folgenden genauer dargelegt.

### 1.1 Problemstellung, Stand der Forschung, Zielsetzung und Methode

Die Bundesregierung hat im Januar 2006 das Ziel verkündet, den Anteil von PPP an den öffentlichen Investitionen mittelfristig auf das Niveau anderer Industrieländer zu heben, das bei bis zu 15% liegt.<sup>14</sup> Zur Umsetzung dieser PPP-Quote müsste die öffentliche Hand über alle staatlichen Ebenen bei einem geschätzten Gesamtinvestitionsbedarf von 60 bis 70 Mrd. Euro pro Jahr für den öffentlichen Hochbau und die Verkehrsinfrastruktur jährlich insgesamt etwa 10 Mrd. Euro in PPP-Projekte investieren.<sup>15</sup>

Die folgende Arbeit beschränkt sich auf Betrachtungen im öffentlichen Hochbau. Unter der Annahme, dass der öffentliche Hochbau einen Anteil von 40% am Gesamtinvestitionsbedarf ausmacht, beläuft sich das angestrebte PPP-Investitionsvolumen allein im öffentlichen Hochbau auf 4 Mrd. Euro pro Jahr.<sup>16</sup>

Erfolgt die Finanzierung dieser PPP-Projekte im Rahmen einer Projektfinanzierung,<sup>17</sup> fordern die Banken zur Deckung ihres übernommenen Risikos von den Unternehmen eine Unterlegung mit Eigenkapital in Höhe von 10 bis 20% der finanzierten Investitionssumme.<sup>18</sup> So sind allein zur Realisierung der potentiellen PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau jährlich 400 bis 800 Mio. Euro Eigenkapital erforderlich.

---

<sup>13</sup> Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 6; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 20.

<sup>14</sup> Vgl. BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 20.

<sup>15</sup> Vgl. Alfen / Leupold, PPP in German Public Real Estate, 2007, S. 28.

<sup>16</sup> Bei einem realen Hochbauvolumen von 14,3 Mrd. Euro im Jahr 2005 entspricht die PPP-Quote von 15% einem Volumen von 2,15 Mrd. Euro. Vgl. Alfen / Vollrath, PPP market in Germany, 2007, S. 59.

<sup>17</sup> Ausführliche Erläuterungen zur Finanzierung von PPP-Projekten finden sich in Kapitel 2.3.

<sup>18</sup> Vor dem Hintergrund der aktuellen Finanzkrise, ist zu beobachten, dass die Banken auch PPP-Projekte einer kritischeren Risikoanalyse unterziehen, risikoavers handeln und von den Kreditnehmern eine höhere Eigenkapitalquoten fordern.

Demgegenüber steht jedoch die vergleichsweise geringe Ausstattung der deutschen Bauunternehmen mit Eigenkapital. So betrug die durchschnittliche Eigenkapitalquote aller Unternehmen des deutschen Bauhauptgewerbes im Jahr 2006 lediglich 10,6%. Bauindustrieunternehmen mit einem Umsatz von über 50 Mio. Euro pro Jahr konnten zwar eine Eigenkapitalquote von 14,5% im Durchschnitt vorweisen, bei mittelständischen Bauunternehmen mit einem jährlichen Umsatz von weniger als 50 Mio. Euro lag die durchschnittliche Eigenkapitalquote jedoch bei nur 7,8%.<sup>19</sup>

Zudem führt der Lebenszyklusansatz von PPP-Projekten dazu, dass die Sponsoren ihr Eigenkapital über Laufzeiten von bis zu 30 Jahren binden. Daher kann das erforderliche Eigenkapital nicht allein von Bau- oder Bertreiberunternehmen aufgebracht werden. Weitere Finanzierungspartner und alternative Investoren müssen in die Realisierung von PPP-Projekten eingebunden werden.

Immobilieninvestoren gehören zu den potentiellen Investoren für PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau. Sie verfügen i.d.R. über Immobilien-Know-how, ausreichend Kapital und einen entsprechenden Anlagedruck, haben jedoch wenige Kenntnisse über die Funktionsweise und Eigenschaften von PPP-Projekten. Obwohl PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau eine interessante und vergleichsweise risikoarme Investitionsalternative darstellen, haben Immobilieninvestoren bisher kaum PPP-Erfahrungen gesammelt. Dies kann darauf zurückgeführt werden, dass diesen Investoren Wissen über die verschiedenen PPP-Vertragsmodelle und PPP-Immobilienarten, den PPP-Wertschöpfungsprozess oder die Handlungsoptionen auf dem PPP-Markt fehlt.

Auch im Bereich der Forschung existiert bisher lediglich eine empirische Arbeit zum Thema Investitionen in PPP-Projekte.<sup>20</sup> Diese untersucht auf der Basis von strukturierten Experteninterviews, welche Anforderungen Investoren bei der Anlage in PPP-Projekte, insbesondere hinsichtlich der Verteilung der Risiken, stellen. Theoretisch fundierte Analysen und daraus abgeleitete Empfehlungen für potentielle Investoren fehlen jedoch noch vollkommen. Diese Lücke soll die vorliegende Arbeit schließen. Die relevante Fragestellung ist dabei: Welche Rolle können Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt einnehmen und in welche PPP-Projekte sollten sie investieren?

Ziel der Arbeit ist es demnach, aufbauend auf der Neuen Institutionenökonomik zu untersuchen, welche PPP-Projekte sich für Investitionen von Immobilieninvestoren eignen und in welcher Rolle sie auf dem PPP-Hochbaumarkt agieren können. Dafür werden PPP-Investitionsmodelle entwickelt, in denen dargelegt wird, welche Immobilieninvestoren in welche PPP-Projekte investieren sollten, d.h. welche der PPP-Vertragsmodelle, PPP-Immobilienarten, PPP-Wertschöpfungsphasen und Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt für sie geeignet sind.

Dafür werden Immobilienanlagevehikel bzw. -investoren als institutionelle Ausgestaltung einer Prinzipal-Agent-Beziehung (PA-Beziehung) aufgefasst, bei der der Anleger als Prinzipal die Kapitalanlage an den Immobilieninvestor als Agent delegiert. Die geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors werden laut Sotelo durch den normierten

<sup>19</sup> Daten des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) durch den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie.

<sup>20</sup> Vgl. Boll, Investitionen in PPP-Projekte, 2007. Siehe auch: Boll, Equity investments, 2006.

Handlungsspielraum determiniert.<sup>21</sup> Des Weiteren beeinflusst auch die Ausgestaltung der PA-Beziehung, d.h. die Rechte des Prinzipals und die Anreize für den Agenten, die geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors. Zusammengeführt werden diese beiden Kategorien unter dem Begriff des definierten Gestaltungsrahmens als Rahmen der geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors.

Der definierte Gestaltungsrahmen beeinflusst die PPP-Investitionsmöglichkeiten eines Immobilieninvestors und dessen Rolle auf dem PPP-Markt. So ist die Eignung eines Immobilieninvestors für eine PPP-Investition aus theoretischer Sicht davon abhängig, ob sein definierter Gestaltungsrahmen zum erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes passt. Letzterer wird dabei durch die Wahl des PPP-Vertragsmodells, die PPP-Immobilienart, die PPP-Wertschöpfungsphase sowie die gewählte Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt determiniert.

In der vorliegenden Arbeit wird die verbal und qualitativ argumentierende Neue Institutionenökonomik,<sup>22</sup> d.h. die Prinzipal-Agent-Theorie und der Transaktionskostenansatz, auf die Erklärung eines spezifischen Problems angewandt.<sup>23</sup> Es erfolgt keine quantitative oder modell-theoretische, mathematische Untersuchung. Die Theorie dient der Ableitung eines theoretischen Rahmens, der zunächst zur positiven Analyse der Gegenstände dieser Arbeit herangezogen wird. Darauf aufbauend erfolgt die normative<sup>24</sup> Klärung der praxisrelevanten Forschungsfrage dieser Arbeit. So werden ökonomische Analysen, Systematisierungen und Klassifizierungen verschiedener Problemstellungen vorgenommen sowie Gestaltungs- und Handlungsempfehlungen erarbeitet.<sup>25</sup>

Die Zielgruppe dieser Arbeit sind zum einen die hier behandelten Immobilieninvestoren, die ein Interesse an Investitionen in PPP-Projekte haben. Für sie stellt die Arbeit einen umfassenden und systematischen Überblick über PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau aus Sicht eines Investors dar. Es werden außerdem Empfehlungen für Investitionsstrategien der einzelnen Immobilieninvestoren in einem PPP-Investitionsmodell hergeleitet.

Zum anderen stellt die Arbeit auch für die bisher auf dem PPP-Markt als private Auftragnehmer auftretenden strategischen Investoren, wie Bau- oder Betreiberunternehmen, eine interessante Hilfestellung dar. Für diese Zielgruppe werden die Immobilieninvestoren mit ihren Eigenschaften vorgestellt und als potentielle Kooperationspartner auf dem Primärmarkt für PPP-Projekte, als PPP-Zweitmarktinvestoren und Partner für einen Exit oder auch als Wettbewerber identifiziert.

---

<sup>21</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 47.

<sup>22</sup> Die Neue Institutionenökonomik hat die betriebswirtschaftliche Theorie maßgeblich beeinflusst. Vgl. Haase, NIÖ: Verhältnis von Betriebswirtschafts- und Wissenschaftstheorie, 1998, S. 65.

<sup>23</sup> Wissenschaftlicher Fortschritt entsteht z.B. durch die erfolgreiche Anwendung herkömmlicher Problemlösungsideen auf neue Fragen. Vgl. Schneider, Allgemeine BWL, 1987, S. 595.

<sup>24</sup> Die positive Theorie trifft Aussagen über Sachverhalte und Regelmäßigkeiten in der Realität, die normative Theorie darüber, wie sich Wirtschaftssubjekte verhalten und entscheiden sollten. Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 343.

<sup>25</sup> Die Betriebswirtschaftslehre wird als angewandte Wissenschaft verstanden, deren Aufgabe es ist, bestehende Sachverhalte in Unternehmen zu erklären, zu systematisieren und diesbezüglich Gestaltungsempfehlungen zu geben. Vgl. Heinen, Einführung in die BWL, 1992, S. 26ff.



Die öffentliche Hand ist grundsätzlich an alternativen Investoren für PPP-Projekte interessiert,<sup>26</sup> da durch deren Beteiligung der Wettbewerb erhöht wird. Auch eröffnen sich mit dem Eintritt von Immobilieninvestoren in den PPP-Markt Kooperationsmöglichkeiten für den Mittelstand, dessen Einbindung in die Realisierung von PPP-Projekten ausdrücklich formuliertes Ziel im Koalitionsvertrag der Bundesregierung aus dem Jahr 2005 ist.

Grundsätzlich kann gesagt werden, dass sowohl die Privatwirtschaft als auch die öffentliche Hand von der Klärung relevanter Finanzierungsfragen für PPP-Projekte profitieren.

## 1.2 Gang der Untersuchung

Die Arbeit ist in sechs Kapitel untergliedert. Nach diesen einführenden Erläuterungen erfolgt in **Kapitel 2** zum einen die Herleitung des theoretischen Analyserahmens der Arbeit auf der Grundlage der Erkenntnisse der Neuen Institutionenökonomik, insbesondere der Prinzipal-Agent-Theorie und des Transaktionskostenansatzes. Hier wird gezeigt, dass die Eignung eines Immobilieninvestors für eine Investition in ein PPP-Projekt davon abhängt, ob sein definierter Gestaltungsrahmen zum erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes passt. Zum anderen werden in Kapitel 2 auch die theoretischen Grundlagen zu PPP allgemein und zur Finanzierung von PPP-Projekten im Speziellen dargelegt.

In **Kapitel 3** werden die verschiedenen Immobilieninvestoren vorgestellt. Betrachtet werden offene Immobilien-Publikumsfonds, offene PPP-Publikumsfonds und offene PPP-Spezialfonds,<sup>27</sup> geschlossene Immobilienfonds, Real Estate Investment Trusts (REITs) und Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds) sowie Versicherungen und Pensionskassen (Lebensversicherungen). Immobilien-Aktiengesellschaften sind aufgrund ihrer geringen Bedeutung als Immobilieninvestoren nicht Gegenstand der Arbeit.<sup>28</sup>

Es erfolgt zunächst die Untersuchung des normierten Handlungsspielraums, der durch Kriterien, wie Regulierung durch spezifische Gesetze und behördliche Beaufsichtigung, Regelungen zu Geschäftszweck und Anlagegrenzen sowie rechtliche Vorschriften zur Liquidität, Risikostreuung und Kreditaufnahme, bestimmt wird. Des Weiteren wird die Ausgestaltung der PA-Beziehung zwischen Anleger als Prinzipal und Immobilieninvestor als Agent, d.h. die Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte der Anleger gegenüber dem Investor und die Anreize für den Investor, analysiert. Dabei wird auf direkte und indirekte Einflussmöglichkeit des Prinzipals auf die Geschäftsführung des Agenten, die Fungibilität der Anteile des Prinzipals, die Informationsrechte des Prinzipals sowie die Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten in Form von Beobachtbarkeit der Wertentwicklung des Vermögens und der Anteile durch den Prinzipal sowie die Anreizmechanismen für den Agenten durch Ausgestaltung der Geschäftsführung eingegangen.

Daraufhin erfolgt die Diskussion des Einflusses des normierten Handlungsspielraums und der weiteren Ausgestaltung der PA-Beziehung auf die Kapitalkosten und den angestrebten Anlagezeitraum des Immobilieninvestors, dessen Eignung zur Übernahme von portfolio- oder

<sup>26</sup> So wurden bspw. die im Rahmen des ÖPP-BeschlG und PPP-VereinfG diskutierten Vorschläge zur Einführung eines Infrastrukturfonds mit der Novellierung des InvG im Jahr 2007 umgesetzt.

<sup>27</sup> Offene Immobilien-Spezialfonds werden nicht betrachtet, da sie in ihren Eigenschaften und ihrer Funktionsweise den offenen PPP-Spezialfonds entsprechen.

<sup>28</sup> ImmobilienAGs hielten im Jahr 2004 lediglich 2% des Immobilienbestandes institutioneller Investoren in Deutschland. Vgl. Bulwien, Perspektiven des Immobilienmarktes, 2006, S. 53.

immobilienbezogenen Dienstleistungen sowie dessen Eignung zur Übernahme von Risiken und zur Abbildung von Wertentwicklung. Daraus wird der definierte Gestaltungsrahmen des Immobilieninvestors abgeleitet und die einzelnen Immobilieninvestoren werden entsprechend klassifiziert.

In **Kapitel 4** werden PPP-Projekte aus der Sicht eines Investors betrachtet. Der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes wird vom PPP-Vertragsmodell, der PPP-Immobilienart, der PPP-Wertschöpfungsphase und der Handlungsoption eines Investors auf dem PPP-Markt determiniert. Zunächst werden die PPP-Vertragsmodelle im öffentlichen Hochbau analysiert, d.h. PPP-Inhaber- und PPP-Erwerbermodell, PPP-FM-Leasing- und PPP-Vermietungsmodell sowie PPP-Konzessionsmodell. Um den erforderlichen Gestaltungsrahmen der verschiedenen PPP-Vertragsmodelle zu bestimmen, wird auf die Eigentümerstruktur und die Risikoverteilung, den Leistungsumfang und die Vergütung sowie die Wertsteigerungspotentiale eingegangen. Zudem erfolgt eine Klassifizierung der PPP-Vertragsmodelle entsprechend ihres erforderlichen Gestaltungsrahmens.

Des Weiteren wird der Wertschöpfungsprozess eines PPP-Projektes untersucht. Dabei werden die in den einzelnen PPP-Wertschöpfungsphasen durch den privaten Auftragnehmer zu erbringenden Leistungen sowie die phasenspezifischen Risiken analysiert. Darauf aufbauend werden der für eine Investition in die entsprechende Phase erforderliche Gestaltungsrahmen abgeleitet und die Wertschöpfungsphasen klassifiziert.

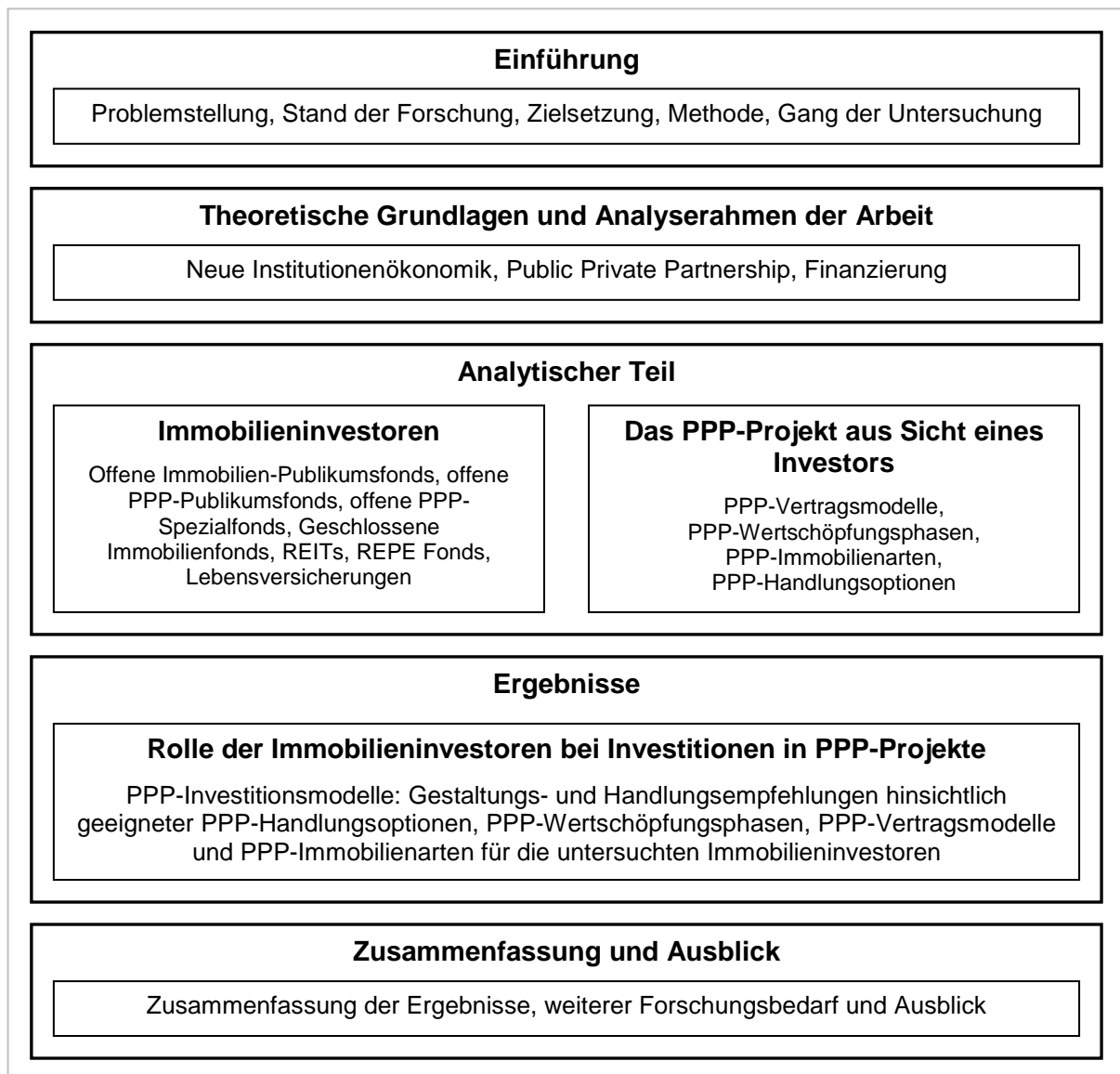
In einem weiteren Schritt erfolgt die Untersuchung der verschiedenen PPP-Immobilienarten, d.h. PPP-Verwaltungs- und PPP-Bildungsimmobilien (Schul- und Hochschulimmobilien), PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien, PPP-Gesundheits- und PPP-Sicherheitsimmobilien sowie sonstige PPP-Immobilien. Dabei ergibt sich der erforderliche Gestaltungsrahmen aus der baulichen und technischen Komplexität, der Komplexität des Betriebes, der Erfordernis von Spezial-Know-how und der Drittverwendungsfähigkeit der jeweiligen PPP-Immobilienart. Diese werden dann basierend auf der vorangegangenen Analyse nach ihrem erforderlichen Gestaltungsrahmen klassifiziert.

Abschließend werden die Handlungsoptionen von Investoren auf dem PPP-Markt analysiert. Dazu zählen eigene PPP-Projektentwicklungen, PPP-Projektentwicklungen in Kooperation, reine Kapitalbeteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft sowie indirekte Beteiligungen über Immobilienanlagevehikel. Diese werden hinsichtlich der Komplexität der Leistungserbringung, der Erfordernis von Spezial-Know-how und dem Aufbau eigener Ressourcen untersucht. Die Klassifizierung erfolgt auch hier auf Basis des abgeleiteten erforderlichen Gestaltungsrahmens.

In **Kapitel 5** werden dann die Ergebnisse der Kapitel drei und vier unter Anwendung des in Kapitel 2 erarbeiteten theoretischen Analyserahmens in einem PPP-Investitionsmodell für Immobilieninvestoren zusammengeführt. Es wird herausgearbeitet, welche Rolle die untersuchten Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt einnehmen können und in welche PPP-Projekte sie investieren sollten. Dabei werden Handlungsempfehlungen hinsichtlich der PPP-Vertragsmodelle, der PPP-Wertschöpfungsphasen, der PPP-Immobilienarten und der PPP-Handlungsoptionen für die einzelnen Immobilieninvestoren gegeben. Zudem werden ökonomisch begründete Empfehlungen zur Gestaltung des rechtlichen Rahmens einiger Immobilieninvestoren dargelegt.

Die Arbeit endet mit **Kapitel 6**, in dem die wesentlichen Ergebnisse zusammengefasst werden. Zudem wird auch auf den weiteren Forschungsbedarf verwiesen und ein Ausblick auf zukünftige Entwicklungen gegeben.

Die folgende Abbildung verdeutlicht grafisch den systematischen Aufbau der Arbeit:



**Abbildung 1: Systematischer Aufbau der Arbeit**



---

## 2 Theoretische Grundlagen und Analyserahmen der Arbeit

Das folgende Kapitel bildet die theoretische Grundlage der Arbeit. Diese beruht im Wesentlichen auf Erkenntnissen aus der Neuen Institutionenökonomik, insbesondere der Prinzipal-Agent-Theorie und des Transaktionskostenansatzes. Zudem werden auch die theoretischen Grundlagen zu PPP allgemein und zur Finanzierung von PPP-Projekten im Speziellen dargelegt.

### 2.1 Neue Institutionenökonomik als Basis des Analyserahmens der Arbeit

Bevor in diesem Kapitel die Ansätze der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie erläutert werden, wird kurz auf die neoklassische Finanzierungstheorie eingegangen, um die Neuerungen der Neuen Institutionenökonomik deutlich zu machen.

#### 2.1.1 Kritik an der neoklassischen Finanzierungstheorie

Die kapitalmarktorientierte, neoklassische Finanzierungstheorie untersucht, wie und unter welchen Bedingungen sich Investitions- und Finanzierungsprobleme durch den Kapitalmarkt lösen lassen.<sup>29</sup> Hier wird den Investoren und Kapitalgebern die Maximierung ihres Nutzens bzw. ihrer Rendite als Ziel unterstellt.<sup>30</sup> Zielkonflikte entfallen in diesem Kontext, da sich die Marktteilnehmer auf die Marktwertmaximierung des aus der Anlage zu erwartenden Zahlungsstromes als Zielsetzung geeinigt haben. Grund dafür ist die der neoklassischen Modellwelt zugrunde liegende Annahme des vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes bei vollkommener Information der Marktteilnehmer.<sup>31</sup>

Auf einem vollkommenen und vollständigen Kapitalmarkt ist jeder Marktteilnehmer mit vollkommener Rationalität ausgestattet. Er kann sofort und kostenfrei gewünschte Informationen austauschen, einen Vertragspartner finden sowie Verträge abschließen und durchsetzen. Er kann seine Anteile zu beliebigen Zeitpunkten zu einem einheitlichen risikolosen Zinssatz verkaufen oder gemäß seiner Präferenzen anlegen. Die Cashflows sind beliebig teilbar und können beliebige Fristigkeit und Höhe aufweisen. Es entstehen keine Transaktionskosten, da alle Marktteilnehmer zur gleichen Zeit über die gleichen Informationen verfügen.<sup>32</sup>

---

<sup>29</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 39.

<sup>30</sup> Das Konzept des Homo Oeconomicus, der vollkommen rational handelt, wird zugrunde gelegt.

<sup>31</sup> Ein Kapitalmarkt wird als vollkommen bezeichnet, wenn der Preis, zu dem ein Zahlungsstrom zu einem bestimmten Zeitpunkt gehandelt wird, für jeden Marktteilnehmer, unabhängig davon, ob er als Käufer oder Verkäufer auftritt, gleich und gegeben ist. Ein Kapitalmarkt wird als vollständig bezeichnet, wenn jeder beliebige Zahlungsstrom gehandelt werden kann, ganz gleich welche Höhe, welche zeitliche Struktur und welche Unsicherheit er aufweist. Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 57.

<sup>32</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 13; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 95; Bank / Gerke, Finanzierungstheorie, 2005, S. 14.

Auf der Annahme eines vollkommenen und vollständigen Kapitalmarktes beruhen die Modelle der neoklassischen Finanzierungstheorie,<sup>33</sup> wie bspw. das Capital Asset Pricing Model (CAPM),<sup>34</sup> das Modigliani-Miller-Theorem<sup>35</sup> und die Arbitrage-Pricing-Theory (APT).<sup>36</sup>

Die Finanzierung stellt in der Modellwelt vollkommener und vollständiger Kapitalmärkte kein Problem dar und es ist gleichgültig, wie die Finanzierung von Investitionen erfolgt. Die neoklassische Theorie vernachlässigt dabei aber die institutionellen Rahmenbedingungen, sie werden zumeist als wirtschaftlich neutral dargestellt, was impliziert, dass Institutionen irrelevant sind.

Ein Blick in die Realität zeigt jedoch, dass Institutionen eine wesentliche Rolle bei der Finanzierung von Investitionen spielen. Die neoklassische Finanzierungstheorie greift hier zu kurz, um die in der Realität auftretenden Investitions- und Finanzierungsprobleme zu lösen.<sup>37</sup> Coase beschreibt es treffend „...we study the circulation of the blood without a body“.<sup>38</sup>

### 2.1.2 Annahmen der Neuen Institutionenökonomik

Coase<sup>39</sup> gilt als Begründer der Neuen Institutionenökonomik. Seine Einführung des Konzepts der Transaktionskosten stellt den Ausgangspunkt für die Entwicklung der Neuen Institutionenökonomik dar. Die Neue Institutionenökonomik ist keine geschlossene Theorie, sondern setzt sich aus verschiedenen Forschungsrichtungen zusammen. Hierzu zählen bspw. die Property-Rights-Theorie, die Transaktionskostenökonomik und die Prinzipal-Agent-Theorie, die Teil der Vertragstheorie ist.<sup>40</sup>

Die Neue Institutionenökonomik geht in ihren Betrachtungen von einem Ungleichgewicht des Marktes aus. Dabei ergänzt sie das Modell des rational handelnden Homo Oeconomicus um realitätsnähere Annahmen. So basiert die Neue Institutionenökonomik auf der Annahme der

---

<sup>33</sup> Für einen Überblick siehe z.B. Haugen, Modern investment theory, 2001; Kruschwitz, Finanzierung und Investition, 2002; Brealey / Myers, Principles of corporate finance, 2003; Bank / Gerke, Finanzierungstheorie, 2005.

<sup>34</sup> Das CAPM untersucht die Frage, welche Portfoliorendite im Kapitalmarktgleichgewicht erwartet werden kann, wenn neben risikobehafteten Anlageformen auch eine risikolose Anlagemöglichkeit besteht. Vgl. Sharpe, Capital Asset Prices, 1964, S. 425ff; Krumnow / Gramlich, Gabler Bank Lexikon, 2000, S. 272; Kruschwitz, Finanzierung und Investition, 2002, S. 151. Dieses Modell wird z.B. angewandt, um den optimalen Fremdkapitalanteil zur Finanzierung eines PPP-Projektes zu bestimmen. Vgl. Dias / Ioannou, Debt capacity and optimal capital structure, 1995.

<sup>35</sup> Das Irrelevanztheorem besagt, dass bei vollständigen und vollkommenen Kapitalmärkten die Kapitalstruktur irrelevant für den Marktwert des Unternehmens ist. Vgl. Modigliani / Miller, The Cost of Capital, 1958, S. 261ff; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 195. Zur optimalen Kapitalstruktur von PPP-Projekten siehe z.B. bei: Devapriya / Alfen, Debt capacity, 2004; Zhang, Financial Viability and Capital Structure, 2005.

<sup>36</sup> Die Arbitrage-Pricing-Theory stellt einen Ansatz zur Bewertung risikobehafteter Wertpapiere dar. Im Vergleich zum CAPM sind die Annahmen hier empirisch verifizierbar und weniger restriktiv, da es kein Marktgleichgewicht, sondern lediglich Arbitragefreiheit fordert. Vgl. Ross, Arbitrage-Pricing-Theory, 1976, S. 341ff; Haugen, Modern investment theory, 2001, S. 255.

<sup>37</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 63ff.

<sup>38</sup> Vgl. Coase, New Institutional Economics, 1998, S. 73.

<sup>39</sup> Vgl. Coase, The Nature of the Firm, 1937.

<sup>40</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 39ff.

**eingeschränkter Rationalität** (bounded rationality).<sup>41</sup> Sie geht davon aus, dass Individuen in einer Welt positiver Transaktionskosten und unvollkommener Voraussicht nicht in der Lage sind, alle nötigen Informationen zu erlangen und zu verarbeiten. So nimmt Informationsbeschaffung und -verarbeitung Zeit in Anspruch und es entstehen Kosten. Außerdem lassen sich einige Informationen, die in der Zukunft liegen, prinzipiell nicht voraussehen.<sup>42</sup> Daneben steht die Annahme der intendierten Rationalität. Das bedeutet, dass Menschen zwar versuchen, sich wie rationale Nutzenmaximierer zu verhalten, dabei aber einer Reihe von Beschränkungen unterliegen. Dem Verhalten liegt eine rationale Absicht zugrunde, die aber nur begrenzt umzusetzen ist.<sup>43</sup>

**Institutionen** stehen in der Neuen Institutionenökonomik - im Gegensatz zur Neoklassik - im Mittelpunkt der Betrachtungen. Der Begriff Institutionen wird in der Literatur unterschiedlich eng oder weit definiert. Die häufig abstrakten Definitionen umfassen Institutionen, die „[...] von der Kultur einer Gesellschaft über ihre Verfassung und Gesetze bis hin zur Aufbauorganisation von Unternehmen und den von ihnen gestalteten Verträgen [...]“<sup>44</sup> reichen. Institutionen stellen „[...] ein System miteinander verknüpfter formgebundener (formeller) und formungebundener (informeller) Regeln (Normen) einschließlich der Vorkehrungen zu deren Durchsetzung“<sup>45</sup> dar. Institutionen werden auch verstanden als „eine Menge an Handlungen und Folgehandlungen [...] zur Verringerung von Unsicherheit [...]“.<sup>46</sup>

Demnach übernehmen Institutionen die Funktion, individuelles Verhalten durch Anreize zu gestalten, zu verändern und in eine bestimmte Richtung zu steuern. Allgemein gesehen tragen sie dazu bei, Regelmäßigkeit in die Tätigkeit der Menschen zu bringen, Ungewissheit und Unsicherheit zu minimieren, Entscheidungen zu erleichtern und die Zusammenarbeit einzelner zu wirtschaftlichen Kosten zu ermöglichen. Dazu gehört bspw. auch, die negativen Folgen asymmetrischer Informationsverteilung und Anreizprobleme, die bei der Anbahnung, dem Abschluss und der Durchsetzung von Verträgen auftreten, zu verringern.<sup>47</sup>

Die **asymmetrische Verteilung von Informationen** ist ein Schlüsselbegriff der Neuen Institutionenökonomik. Diese liegt vor, wenn zwei Vertragsparteien nicht über dieselben Informationen verfügen.<sup>48</sup> Das impliziert, dass eine Vertragspartei besser über vertragsrelevante Aspekte informiert ist oder sein könnte und die andere Vertragspartei dies wissen oder befürchten muss. Die eine Vertragspartei weiß etwas oder könnte etwas wissen, was die andere nicht weiß, aber wissen will. Es gibt Informationsvorsprünge auf der einen Seite und Informationsnachteile auf der anderen. Dies gibt der Vertragspartei mit einem Informationsvorsprung Raum, die Tauschkonditionen zum eigenen Vorteil und zum Nachteil

<sup>41</sup> Das Konzept der eingeschränkten Rationalität wurde von Herbert A. Simon im Rahmen der Entscheidungstheorie eingeführt. Es besagt, dass aufgrund von beschränkten kognitiven Fähigkeiten des Menschen Entscheidungen nicht immer optimal getroffen werden können. Vgl. Simon, Decision Making, 1959, S. 253ff. Siehe dazu z.B. auch bei: Selten, Bounded Rationality, 1990.

<sup>42</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 41, Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 203; Erlei / Leschke / Sauerland, Neue Institutionenökonomik, 1999, S. 178; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 58.

<sup>43</sup> Man spricht auch von „intendiert rational, aber nur begrenzt“. Vgl. Williamson, Ökonomische Institutionen des Kapitalismus, 1990, S.51.

<sup>44</sup> Vgl. Erlei / Leschke / Sauerland, Neue Institutionenökonomik, 1999, S. 24.

<sup>45</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 7.

<sup>46</sup> Vgl. Schneider, Allgemeine BWL, 1987, S. 3f.

<sup>47</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 7; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 395.

<sup>48</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 100.

der anderen Partei zu beeinflussen.<sup>49</sup> Asymmetrische Information kann vor oder nach Vertragsschluss, z.B. in Form von verdeckter Eigenschaft, verdeckter Information oder verdeckten Handelns, auftreten. Das Problem der asymmetrischen Information steht im Mittelpunkt der Prinzipal-Agent-Theorie, die ein theoretischer Baustein der vorliegenden Arbeit ist.<sup>50</sup>

Die Vertreter der Neuen Institutionenökonomik nehmen an, dass Individuen ihre wahren Präferenzen verbergen und zu opportunistischem Verhalten tendieren. Williamson<sup>51</sup> versteht unter **Opportunismus** „[...] die Verfolgung des Eigeninteresses unter Zuhilfenahme von List [...]“. Bei opportunistischem Verhalten werden Vertragspartner getäuscht, das heißt, Informationen unvollständig oder verzerrt weitergegeben. Es wird versucht, vorsätzlich irre zu führen, zu verbergen und zu verschleiern oder auf irgendeine Art zu verwirren. Dadurch entsteht echte oder künstlich herbeigeführte Informationsasymmetrie.<sup>52</sup>

Opportunismus umfasst aber nicht nur vorsätzliches Verhalten, sondern auch Fälle, bei denen z.B. Vertragstexte von allen Parteien unterzeichnet, aber unterschiedlich ausgelegt werden. Jede Vertragspartei ist davon überzeugt, dass ihre Interpretation mit der Formulierung gemeint war, die sie im Streitfall auch verteidigen wird.<sup>53</sup> In der Prinzipal-Agent-Theorie wird untersucht, wie opportunistisches Verhalten durch die Ausgestaltung der institutionellen Arrangements begrenzt und so der Vertragspartner geschützt werden kann.<sup>54</sup>

Eine wesentliche Annahme der Neuen Institutionenökonomik ist das Auftreten von positiven **Transaktionskosten**. Transaktionskosten entstehen bei der Betreibung eines Wirtschaftssystems<sup>55</sup> durch Einrichtung, Benutzung, Erhaltung und Veränderung von Institutionen, sie sind i.d.R. versunkene Kosten. Man kann sie unterteilen in fixe und variable Transaktionskosten. Fixe Transaktionskosten entstehen z.B. bei der Errichtung oder Bereitstellung eines institutionellen Arrangements. Variable Transaktionskosten dagegen basieren auf der Anzahl bzw. dem Wertumfang der Transaktion.<sup>56</sup> Transaktionskosten bzw. Prinzipal-Agent-Kosten entstehen auch beim Abbau von Informations- und Anreizproblemen durch Institutionen.<sup>57</sup>

---

<sup>49</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 391.

<sup>50</sup> Vgl. Kapitel 2.1.4 zur Prinzipal-Agent-Theorie.

<sup>51</sup> Vgl. Williamson, Ökonomische Institutionen des Kapitalismus, 1990, S. 54.

<sup>52</sup> Die Opportunismusannahme muss jedoch relativiert werden, da menschliches Verhalten wesentlich komplexer ist. So wird der Opportunismus durch individuelle Verhaltensweisen, wie etwa Fairness oder intrinsische Motivation, begrenzt. Vgl. Pietsch, Institutionenökonomik jenseits des Opportunismus, 2005, S. 34.

<sup>53</sup> Vgl. Erlei / Leschke / Sauerland, Neue Institutionenökonomik, 1999, S. 179.

<sup>54</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 40; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 154ff; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 390; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 58f.

<sup>55</sup> Transaktionskosten werden als „cost of running the economic system“ definiert. Arrow führte den Begriff in die Literatur ein. Vgl. Erlei / Leschke / Sauerland, Neue Institutionenökonomik, 1999, S. 42.

<sup>56</sup> In Anlehnung an: Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 57.

<sup>57</sup> Durch das Auftreten von Transaktionskosten wird der Markt unvollkommen. Sind sie sehr hoch, kann es sein, dass Transaktionen nicht möglich sind; der Markt ist dann unvollständig. Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 69.



Transaktionskosten stehen im Mittelpunkt der Transaktionskostenökonomik, die von Williamson gegründet wurde.<sup>58</sup> Der Transaktionskostenansatz kann zudem vielfältige Erklärungshilfen für Public Private Partnerships liefern.<sup>59</sup> Sie ist ein weiterer theoretischer Baustein der vorliegenden Arbeit.<sup>60</sup>

### 2.1.3 Gegenstand der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie

Die neo-institutionalistische Finanzierungstheorie analysiert die asymmetrische Informationsverteilung und daraus entstehende Interessenkonflikte bei Finanztransaktionen. Die Informationsungleichheit ist bei Finanztransaktionen besonders ausgeprägt, da hier Geld heute gegen ein in der Zukunft zu erfüllendes Zahlungsversprechen getauscht wird. Die Geldnehmer und damit Geber eines zukünftigen Zahlungsstromes sind über die Qualität ihrer Zahlungsverprechen besser informiert, als es die Geldgeber, also Nehmer des Zahlungsverprechens, sind. Die Informationsprobleme, mit denen Marktteilnehmer konfrontiert sind, zeigen die Unvollkommenheit und Unvollständigkeit des Kapitalmarktes.

Die asymmetrische Verteilung von Information eröffnet dem Geldnehmer Spielräume für opportunistisches Verhalten, die das Zahlungsverprechen beeinflussen können.<sup>61</sup> Die Ausnutzung der Verhaltensspielräume resultiert aus dem Bestreben jedes Partners einer Finanzierungsbeziehung, den eigenen Nutzen bzw. seine Rendite zu maximieren. Neben dem gemeinsamen Interesse an hohen Erträgen aus der Investition ist jeder Partner primär an dem ihm zustehenden Zahlungsstrom interessiert.<sup>62</sup>

Die neo-institutionalistische Finanzierungstheorie untersucht die Wirkung von Institutionen auf Interessenskonflikte und Finanzierungsprobleme zwischen Kapitalgebern und -nehmern. Sie liefert Lösungsansätze, indem sie Möglichkeiten analysiert, um die aus Informations- und Anreizproblemen resultierenden negativen Auswirkungen durch institutionelle Ausgestaltung einzudämmen sowie damit entstehende Kosten zu minimieren.<sup>63</sup>

---

<sup>58</sup> Vgl. Williamson, *Ökonomische Institutionen des Kapitalismus*, 1990.

<sup>59</sup> Siehe dazu zum Beispiel bei: Henschel-Bätz, *Financial Engineering*, 2000, S. 15ff; Parker / Hartley, *Transaction costs, relational contracting and ppps*, 2003; Puls, *Spezifität, Kapitalstruktur und Projektfinanzierung*, 2003, S. 33ff; Gerdes, *PPP-Ansätze*, 2007, S. 12ff; Fischer, *PPP – Value Management Ansatz*, 2008, S. 51ff; Schaedel, *PPP – mittelständische Unternehmen*, 2008, S. 24ff. So kann argumentiert werden, dass die Einbeziehung Privater nur angebracht ist, wenn die Summe aus Produktions- und Transaktionskosten geringer ist als bei rein öffentlicher Aufgabenwahrnehmung. Dies basiert auf der Erkenntnis, dass nicht nur Produktionskosten und Nutzen zwischen konventioneller und privater Beschaffung zu vergleichen sind, sondern auch Transaktionskosten in Folge von Vertragsanbahnung, Vertragsabschluss, Vertragsüberwachung und Vertragsdurchsetzung. Vgl. Mühlenkamp, *PPP und Transaktionsökonomik*, 2006, S. 45.

<sup>60</sup> Vgl. Kapitel 2.1.6 zum Transaktionskostenansatz.

<sup>61</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 71.

<sup>62</sup> Vgl. Schmidt, *Grundformen der Finanzierung*, 1981, S. 190.

<sup>63</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 71f.

#### 2.1.4 Prinzipal-Agent-Theorie

Die Prinzipal-Agent-Theorie gehört neben der Theorie sich selbst durchsetzender oder impliziter Verträge<sup>64</sup> und der Theorie relationaler oder unvollständiger Verträge<sup>65</sup> zu den Vertragstheorien.<sup>66</sup> Die Ausgestaltung eines Vertrages wird beeinflusst durch positive Transaktionskosten, asymmetrische Information und transaktionspezifische Investitionen sowie opportunistisches Verhalten der Vertragspartner.<sup>67</sup> Die Prinzipal-Agent Theorie befasst sich mit dem Problem asymmetrischer Information zwischen Vertragspartnern und den dabei entstehenden Problemen opportunistischen Verhaltens. Sie untersucht, wie Opportunismus durch Ausgestaltung institutioneller Arrangements verringert werden kann.<sup>68</sup>

Die Prinzipal-Agent-Theorie hat einen formal-quantitativ und einen verbal-qualitativ argumentierenden Ansatz. Der formale Ansatz bedient sich mathematischer Modelle, mit denen präzise und überprüfbare Aussagen erzielt werden können.<sup>69</sup> Mit diesem formalen Ansatz sind jedoch Einschränkungen aufgrund der sehr restriktiven Annahmen verbunden, die den Blickwinkel verengen und die Beantwortung neuer praxisrelevanter Fragen verhindern. So beruht die formale Theorie z.B. weiter auf der Annahme der perfekten Rationalität, da sich beschränkte Rationalität schwer in formale Modelle fassen lässt. Sie untersucht in Anlehnung an die neoklassische Mikroökonomik die Maximierung individueller Nutzenfunktionen unter Nebenbedingungen.<sup>70</sup>

Der verbal-qualitativ argumentierende Ansatz<sup>71</sup> der Prinzipal-Agent-Theorie wird von seinen Vertretern eher für eine narrative Analyse verwendet und häufig empirisch untermauert.<sup>72</sup> Die verbale, qualitative Argumentation ist im Gegensatz zur formalen Theorie durch die Vermeidung streng mathematischer Modelle offener für die Entwicklung und Anwendung auf realistische Fälle und komplexe Fragestellungen. Trotz oder gerade wegen des größeren

---

<sup>64</sup> Die Theorie sich selbst durchsetzender oder impliziter Verträge befasst sich mit den Schwierigkeiten, die aus der Nicht-Durchsetzbarkeit oder der nicht vollständigen Durchsetzbarkeit von Verträgen folgen. Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 171.

<sup>65</sup> Die Theorie relationaler oder unvollständiger Verträge konzentriert sich auf den Opportunismus nach Vertragsschluss, der sich aus Unterschieden in den transaktionsspezifischen Investitionen der Vertragspartner und Schwierigkeiten von Dritten bei der Prüfung vertraglicher Verpflichtungen ergibt. Es werden Überwachungs- und Durchsetzungssysteme analysiert. Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 171. Eine Anwendung der Theorie auf PPP-Verträge findet sich z.B. bei: Parker / Hartley, Transaction costs, relational contracting and ppps, 2003.

<sup>66</sup> Auch die Prinzipal-Agent-Theorie wurde vielfältig für die Erklärung von Problemstellungen im Zusammenhang mit Public Private Partnership verwendet, z.B.: Henschel-Bätz, Financial Engineering, 2000, S. 16ff; Ennemann, PPP im Krankenhauswesen, 2003, S. 82ff; Gerdes, PPP-Ansätze, 2007, S. 16ff; Thiessen, Vertragsende bei PPP-Hochbauprojekten, 2007, S. 57ff.

<sup>67</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 171.

<sup>68</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 40; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 154ff; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 390; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 72ff.

<sup>69</sup> Veröffentlichungen unter Anwendung der formalen Theorie sind z.B.: Ross, Theory of Agency, 1973; Holmström, Moral Hazard, 1979; Trumpp, Kooperationen, 1995. Einen Überblick über die formale PA-Theorie geben: Erlei / Leschke / Sauerland, Neue Institutionenökonomik, 1999, S. 106ff.

<sup>70</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 173ff; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 399.

<sup>71</sup> Publikationen zur verbalen PA-Theorie sind z.B.: Jensen / Meckling, Agency Costs and Ownership, 1976; Fama / Jensen, Agency Problems, 1983; Fama / Jensen, Separation, 1983.

<sup>72</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 176.

Spielraumes der verbalen Argumentation können hier keine absoluten Empfehlungen über die optimale institutionelle Ausgestaltung gegeben werden. Möglich sind jedoch Tendenzaussagen bzw. qualitative Aussagen darüber, welche institutionellen Gestaltungen Informations- und Anreizprobleme minimieren können.<sup>73</sup>

Die Auswahl der angewandten Theorie muss in Abhängigkeit des spezifischen Problems getroffen werden.<sup>74</sup> In der vorliegenden Arbeit wird aufgrund der Komplexität der Zusammenhänge der verbal argumentierende Ansatz zur positiven Analyse verfolgt. Daraus werden normative Empfehlungen abgeleitet.

#### **2.1.4.1 Prinzipal-Agent-Beziehung und -Probleme**

Eine Prinzipal-Agent-Beziehung ist eine Delegationsbeziehung, bei der der Prinzipal den Agenten mit der Ausführung einer Leistung in seinem Namen beauftragt. Der Agent bekommt zur Erfüllung der Leistung einen gewissen Entscheidungsspielraum eingeräumt, er kann unter einer Vielzahl von Handlungsmöglichkeiten wählen.<sup>75</sup> Die gewählte Handlungsoption beeinflusst sowohl seine als auch die Wohlfahrt des Prinzipals und das Ergebnis. Der Prinzipal schreibt die Regeln zur Aufteilung des Ergebnisses vor und hat ein Interesse daran, das Verhalten des Agenten in seinem Sinne zu steuern.<sup>76</sup>

Der Prinzipal kann jedoch aufgrund von Informationsasymmetrien die Handlungen des Agenten nur eingeschränkt beobachten und muss deshalb vor allem das Ergebnis beurteilen. Er geht gewisse Informations- und Delegationsrisiken bzw. eine gewisse Unsicherheit ein,<sup>77</sup> d.h., es besteht ein Mangel an Wissen über Folgen und Möglichkeiten menschlichen Handelns.<sup>78</sup> Dabei hat der Prinzipal keine Vorstellung über Abweichungsdaten: Man spricht auch von Ungewissheit,<sup>79</sup> in diesem Fall von Ungewissheit hinsichtlich des Verhaltens des Agenten.

In der Prinzipal-Agent-Theorie wird zusätzlich angenommen, dass das Ergebnis nicht nur vom Handeln des Agenten, sondern auch von exogenen Schocks (Einflüssen) beeinflusst wird. Agenten können so schlechte Ergebnisse immer auf externe Umstände schieben.

---

<sup>73</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 406.

<sup>74</sup> Furubotn hält eine Arbeitsteilung zwischen formaler und verbal argumentierender Theorie für angemessen. Vgl. Furubotn, Different Approaches, 1990, S. 228.

<sup>75</sup> Sotelo führt hierfür den Begriff Handlungsspielraum ein.

<sup>76</sup> Vgl. Arrow, Economics of Agency, 1985, S. 37; Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 162; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 173ff; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 415. „The common element is the presence of two individuals. One (the agent) must choose an action from a number of alternative possibilities. The action affects the welfare of both the agent and another person, the principal. The principal, at least in the simplest cases, has the additional function of prescribing payoff rules; [...]“ Vgl. Arrow, Economics of Agency, 1985, S. 37.

<sup>77</sup> Unsicherheit bzw. Risiko im weiteren Sinne wird definiert als das Abweichen von einem erwarteten Wert: Dabei ergibt sich positiv eine Chance, negativ resultiert eine Gefahr. Vgl. Schmitz / Wehrheim, Risikomanagement, 2006, S. 15.

<sup>78</sup> Vgl. Schneider, Allgemeine BWL, 1987, S. 1f.

<sup>79</sup> Im Gegensatz dazu liegen bei Risiko im engeren Sinne objektive oder subjektive Indikatoren hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeiten vor. Der Schadenswert ist das Produkt aus drohendem Verlust und Eintrittswahrscheinlichkeit. Vgl. Schmitz / Wehrheim, Risikomanagement, 2006, S. 15; Gondring, Risiko Immobilie, 2007, S. 6f.

Gäbe es diese Einflüsse nicht, könnte der Prinzipal von der Untersuchung des Ergebnisses auf die Handlung des Agenten schließen, sofern Informationsasymmetrien ausgeschlossen werden können.<sup>80</sup>

Prinzipal-Agent-Probleme, die aus der Ungleichverteilung von Informationen resultieren, können vor oder nach Vertragsschluss auftreten. Durch Kontroll- und Anreizsysteme kann das Verhalten eines Transaktionspartners mit Informationsvorsprüngen so gesteuert werden, dass auch die Interessen des schlechter informierten Vertragspartners berücksichtigt werden.<sup>81</sup> Dabei entstehen durch die Überwachung des Agenten und die Beschaffung von Informationen Kosten. Diese Agency-Kosten können wiederum durch entsprechende institutionelle Gestaltung minimiert werden.

Ein Prinzipal-Agent-Problem, das vor Vertragsschluss auftritt, ist das der **verdeckten Eigenschaften** (hidden characteristics). Aufgrund von Informationsasymmetrien kann der Prinzipal die Eigenschaften des Produktes oder die Qualität der Leistung des Agenten vor Abschluss des Vertrages, d.h. ex ante, nicht beurteilen.<sup>82</sup> Der Agent hat die Möglichkeit, negative Eigenschaften zu verbergen. Dies führt dazu, dass der Prinzipal nicht einschätzen kann, ob der Agent die Qualität des Angebotes nachträglich verringert. Die Antizipation minderer Qualität durch den Prinzipal kann in Preisänderungen resultieren. So bietet z.B. der Käufer als Prinzipal weniger für das Produkt, was dazu führt, dass sich qualitativ hochwertige Angebote bzw. Anbieter, die kein Interesse haben die Qualität nachträglich zu verringern, zurückziehen. Es besteht die Gefahr der Negativauslese (adverse selection), d.h. der Auswahl eines unerwünschten Produktes oder Vertragspartners.<sup>83</sup>

Zu den Informationsasymmetrien, die nach Abschluss des Vertrages, d.h. ex post auftreten, gehört **verdecktes Handeln** (hidden action) des Agenten. Der Prinzipal kann die Tätigkeit des Agenten während der Erfüllung des Vertrages nicht unmittelbar beobachten.<sup>84</sup> Der Prinzipal weiß nicht, ob der Agent durch seine Tätigkeiten auf das Ergebnis eingewirkt hat, oder es durch externe Faktoren beeinflusst wurde.<sup>85</sup> Durch verdecktes Handeln nutzt der Agent seinen durch Informationsasymmetrien entstehenden Handlungsspielraum für sich aus, da er nur geringe Anreize zur sorgfältigen Durchführung der Tätigkeit hat. Es besteht die Gefahr des moralischen Risikos (moral hazard) bzw. des opportunistischen Verhaltens. Dieses Risiko ist umso größer, je breiter der Handlungsspielraum des Agenten ist. Es ist auch abhängig von den Kontrollmöglichkeiten und -kosten.<sup>86</sup>

---

<sup>80</sup> Vgl. Arrow, Economics of Agency, 1985, S. 37; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 174.

<sup>81</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 398.

<sup>82</sup> Das berühmte Beispiel von Akerlof ist der Gebrauchtwagenmarkt. Hier führt asymmetrische Information dazu, dass der Käufer den Unterschied zwischen einem guten und einem schlechten Gebrauchtwagen (Lemons) nicht erkennen kann. Sie werden beide zum gleichen Preis verkauft. So werden gute Autos von den Lemons verdrängt. Der Markt wird unvollständig, es kann zum Marktversagen kommen. Vgl. Akerlof, Market for Lemons, 1970, S. 489f.

<sup>83</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 85; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 154ff; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 68; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 74. Auch bei Versicherungen ist dies ein häufig zu beobachtendes Phänomen. Es werden sich regelmäßig eher die Personen versichern, die ein relativ hohes Risiko haben. Siehe dazu z.B.: Rothschild / Stiglitz, Insurance Markets, 1976.

<sup>84</sup> Vgl. Arrow, Economics of Agency, 1985, S. 38.

<sup>85</sup> Vgl. Arrow, Economics of Agency, 1985, S. 37; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 174.

<sup>86</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 75.

Das Problem der **verdeckten Information** (hidden information) tritt ebenfalls nach Vertragsschluss und während der Vertragserfüllung auf. Der Prinzipal kann in diesem Fall zwar die Handlungen des Agenten beobachten, es fehlen ihm aber wesentliche Informationen, um die Handlungen zu bewerten, über die der Agent indes verfügt. Auch bei diesem Fall der Informationsasymmetrie kann der Prinzipal lediglich das Ergebnis beurteilen. Er ist jedoch nicht in der Lage einzuschätzen, ob das Ergebnis durch die Handlung des Agenten oder durch externe Faktoren beeinflusst zustande gekommen ist.<sup>87</sup> Gleichmaßen besteht bei verdeckter Information die Gefahr des moralischen Risikos bzw. opportunistischen Verhaltens.

Aufgrund asymmetrischer Informationsverteilung kann **verdeckte Absicht** (hidden intention) sowohl vor als auch nach Vertragsschluss auftreten. Der Agent kann schon vor Vertragsschluss verdeckte Absichten hegen, d.h. er weiß schon vor Vertragsschluss, wie er sich nach Vertragsschluss verhalten wird. Der Prinzipal kann dies aber ex ante nicht erkennen. Bei verdeckter Absicht nach Vertragsschluss besteht im Gegensatz zu den vorher genannten Prinzipal-Agent-Problemen keine Informationsasymmetrie. So kann der Prinzipal das Handeln des Agenten nach Vertragsschluss beobachten und evtl. auch die Absicht des Agenten zum opportunistischen Verhalten erkennen, diese aber nicht verhindern. Es besteht die Gefahr des „Raubüberfalls“ (hold up).<sup>88</sup>

In der Transaktionskostenökonomik wird dieses Problem als Ergebnis partnerspezifischer Investitionen diskutiert.<sup>89</sup> Da der Prinzipal die Absicht des Agenten vor Vertragsschluss nicht kennt, kann es sein, dass er größere irreversible spezifische Investitionen<sup>90</sup> vornimmt, die ihn in ein gewisses Abhängigkeitsverhältnis zum Agenten bringen. Es entstehen versunkene Kosten. Der Prinzipal hat gegenüber dem Agenten keine Möglichkeiten mehr, ihn von seinem Verhalten abzubringen. Man spricht auch vom Einsperreffekt (Lock-in effect).<sup>91</sup> Nutzt der Agent die durch die Investition entstandene Bindung des Prinzipals zu seinem Vorteil aus, spricht man von „Raubüberfall“ - die spezifische Investition des Prinzipals wird vom Agenten „geraubt“.<sup>92</sup>

#### 2.1.4.2 Strategien zur Vermeidung von Prinzipal-Agent-Problemen

Die in einer Prinzipal-Agent Beziehung auftretenden Verhaltensprobleme können durch institutionelle Arrangements begrenzt werden.<sup>93</sup>

Eine Möglichkeit, ist das **Überprüfen** (screening). Hier agiert der Prinzipal, um sich vor der Gefahr der verdeckten Eigenschaften und einer damit verbundenen Negativauslese von Vertragspartnern zu schützen. Mit Hilfe verschiedener Informationsgewinnungstechniken,

<sup>87</sup> Vgl. Arrow, Economics of Agency, 1985, S. 38; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 85f.

<sup>88</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 75.

<sup>89</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 174.

<sup>90</sup> Williamson unterscheidet vier Arten spezifischer Investitionen: Standortspezifität, Sachkapital-spezifität, Humankapitalspezifität und zweckgebundene Sachwerte. Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 153.

<sup>91</sup> Vgl. Williamson, Ökonomische Institutionen des Kapitalismus, 1990, S. 61.

<sup>92</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 86; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 155. Roggencamp stellt fest, dass die Arten spezifischer Investitionen auch für die Funktionsweise einer PPP von Bedeutung sind. Vgl. Roggencamp, PPP Entstehung und Funktionsweise, 1999, S. 154f.

<sup>93</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 87ff.

z.B. durch intensive Prüfung der Partner vorab, versucht er, nähere Informationen über die Eigenschaften und Qualitäten der Leistung oder Produkte zu erhalten und somit die bestehenden Informationsasymmetrien zu mindern. So kann der Prinzipal zwischen erwünschten und unerwünschten Agenten unterscheiden.<sup>94</sup>

Der Agent kann den Prinzipal über **Signalisieren** (signalling) von der Qualität des Produktes oder der Leistung überzeugen, indem er ihn darüber informiert. So hebt er sich gegenüber anderen potentiellen Agenten als erwünschter Vertragspartner heraus. Die Gefahr der Negativauslese wird verringert.<sup>95</sup> Signalisieren kann in der Praxis durch die Vorlage von Referenzen, Gütesiegeln, Zeugnissen, Qualitätsgarantien für Produkte usw. erfolgen. Auch Investitionen (versunkene Kosten), wie z.B. Werbekosten, können dem Prinzipal zeigen, dass der Agent an guter Leistungserbringung interessiert ist.<sup>96</sup> Grundsätzlich entstehen beim Signalisieren von Qualität Kosten. Verfügt ein Agent über eine hohe Qualität der Leistung, dann hat er den Anreiz, dies seinem zukünftigen Vertragspartner auch zu zeigen. Die Vorteile, die ihm durch Signalisieren entstehen, müssen jedoch höher sein als die Kosten des Signalisierens, sonst ist der Anreiz, solche Signale auszusenden, gering.<sup>97</sup>

Eine weitere Strategie ist die **Selbstselektion** (self selection). Dabei kann die Gefahr der Negativauslese mit der Ausgestaltung von differenzierten Vertragsbedingungen verringert werden. Der Prinzipal gibt eine bestimmte Vertragsgestaltung vor, die dann von dem Agenten unter mehreren Agenten ausgewählt wird, für den diese am vorteilhaftesten ist. So können indirekt erwünschte von unerwünschten Partnern unterschieden werden. Andersherum kann der Prinzipal auch verschiedene Formen der Vertragsgestaltung vorgeben, aus denen der Agent die auswählt, die für ihn am vorteilhaftesten ist. Die Wahl des Agenten gibt dem Prinzipal dann Auskunft über dessen Eigenschaften.<sup>98</sup>

Die **Überwachung** (monitoring) eignet sich, um verdecktes Handeln sowie verdeckte Informationen zu minimieren und damit die Gefahr des moralischen Risikos zu verringern. Dazu gehören Maßnahmen, wie z.B. die Einrichtung eines Kontrollsystems durch den Prinzipal. Sie dienen dazu, Transparenz zu schaffen, Informationsasymmetrien zu beseitigen und den Verhaltensspielraum des Agenten einzuschränken. Diese Maßnahmen funktionieren allerdings nur, wenn die Handlung des Agenten beobachtbar ist und durch Überwachung des Prinzipals die abweichende Handlung des Agenten eingedämmt werden kann.<sup>99</sup>

Durch Stellung von **Garantien und Sicherheiten** (bonding) durch den Agenten kann sichergestellt werden, dass der Agent bestimmte Handlungen unterlässt oder der Prinzipal - im Falle des Eintritts der für ihn negativen Handlungen - entschädigt wird. Dies ist eine weitere Möglichkeit, die oben beschriebenen Probleme des verdeckten Handelns und der verdeckten Information zu minimieren.<sup>100</sup> Auch hierbei entstehen Kosten.<sup>101</sup>

---

<sup>94</sup> Vgl. Spremann, Investition und Finanzierung, 1991, S. 626; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S.162; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 78.

<sup>95</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 159.

<sup>96</sup> Vgl. Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 262.

<sup>97</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 78.

<sup>98</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 89; Spremann, Investition und Finanzierung, 1991, S. 633; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 78.

<sup>99</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 90; Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 162; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 79.

<sup>100</sup> Vgl. Spremann, Investition und Finanzierung, 1991, S. 94; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 429ff.

Auch durch eine **Angleichung der Interessen** des Prinzipals und des Agenten können die negativen Auswirkungen verdeckter Eigenschaften, verdeckten Handelns, verdeckter Information und verdeckter Absicht gelöst werden.<sup>102</sup>

#### 2.1.4.3 Zusammenfassung

Die folgende Grafik fasst noch einmal die Prinzipal-Agent-Probleme und die dazugehörigen Strategien zur Vermeidung zusammen.

**Tabelle 1: Übersicht über Prinzipal-Agent-Probleme und Vermeidungsstrategien**<sup>103</sup>

<b>Prinzipal-Agent-Probleme</b>			
<b>Verdeckte Eigenschaften</b>	<b>Verdecktes Handeln</b>	<b>Verdeckte Information</b>	<b>Verdeckte Absicht</b>
Eigenschaften / Qualität der Leistung des Agenten nicht bekannt	Handlung des Agenten nicht beobachtbar	Handlung des Agenten nicht bewertbar	Absicht des Agenten nicht bekannt
Informationsasymmetrie	Informationsasymmetrie	Informationsasymmetrie	Informationssymmetrie
Gefahr der Negativauslese	Gefahr des Moralischen Risikos	Gefahr des Moralischen Risikos	Gefahr des Raubüberfalls
Vor Vertragsschluss	Nach Vertragsschluss	Nach Vertragsschluss	Vor und nach Vertragsschluss
<b>Vermeidungsstrategien</b>			
Signalisieren, Überprüfen, Selbstselektion, Interessensangleichung	Überwachen, Garantien und Sicherheiten, Interessensangleichung	Überwachen, Garantien und Sicherheiten, Interessensangleichung	Interessensangleichung

#### 2.1.5 Finanzierungsformen in der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie

Der Begriff Finanzierung ist in der neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie als Maßnahme zur Beschaffung finanzieller Mittel definiert. Dabei kommt es zu einer Beziehung zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer, die bezüglich Höhe, Zeitpunkt und Unsicherheitsgrad der Zahlung sowie in Abhängigkeit vom Eintritt bestimmter Bedingungen gestaltbar ist. Diese Finanzierungsbeziehung umfasst somit alle Maßnahmen der Mittelbeschaffung und Mittelrückzahlung und damit der Gestaltung der Zahlungs-, Informations-, Kontroll- und Sicherungsbeziehungen zwischen Kapitalgebern und -nehmer.<sup>104</sup>

<sup>101</sup> Diese werden auch als Bonding Costs bezeichnet. Vgl. Jensen / Meckling, Agency Costs and Ownership, 1976, S. 308.

<sup>102</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 78.

<sup>103</sup> In Anlehnung an: Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 88; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 77.

<sup>104</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 2f.

Finanzierungsformen bestehen aus einem Bündel von Regelungen, in denen Rechte und Pflichten der Partner, insbesondere der Kapitalgeber, festgeschrieben sind.<sup>105</sup> Sie werden demnach neo-institutionalistisch als Institution zur Regelung des Verhältnisses zwischen Kapitalgebern und -nehmern definiert.<sup>106</sup>

Zudem geht jede Finanzierungsform mit einer Prinzipal-Agent-Beziehung einher, bei der der Kapitalgeber der Prinzipal und der Kapitalnehmer der Agent ist. Die daraus resultierenden Informations- und Anreizproblemen können durch Ausgestaltung von Rechten und Pflichten verringert werden. Insofern fasst Sotelo eine Finanzierungsform als PA-Beziehung auf, in der „die Finanzierungsinstitution unterschiedliche, teilweise normierte Handlungsspielräume für den Agenten gegenüber dem Principal festsetzt.“<sup>107</sup>

Da Finanzierungsformen nicht nur Zahlungsansprüche, sondern auch Informations- und Einflussrechte regeln, nehmen sie auf die Investitionsentscheidung in einem Unternehmen Einfluss und können auch deren Vorteilhaftigkeit beeinflussen. Es besteht also ein Problem der Auswahl zwischen verschiedenen Finanzierungsalternativen, die so getroffen werden sollte, dass Informations- und Anreizproblemen möglichst gering sind.<sup>108</sup>

Die Frage nach der Kapitalstruktur eines Unternehmens<sup>109</sup> bzw. nach der Wahl der optimalen Finanzierungsinstitution wird in der Literatur vielfältig diskutiert.<sup>110</sup> Dabei können unter anderem die Transaktionskostentheorie<sup>111</sup> und die Prinzipal-Agent-Theorie<sup>112</sup> zur Klärung dieser Fragen herangezogen werden.

### 2.1.5.1 Fremdkapitalfinanzierung

Bei der Vergabe von Fremdkapital entsteht eine typische Prinzipal-Agent-Beziehung. Der Fremdkapitalnehmer handelt als Agent im Auftrag des Fremdkapitalgebers als Prinzipal. Dabei treten Informations- und Anreizprobleme zwischen Fremdkapitalgeber und -nehmer

---

<sup>105</sup> Auch Unternehmen können als Geflecht von Verträgen definiert werden. Vgl. Coase, *The Nature of the Firm*, 1937.

<sup>106</sup> Vgl. Schmidt, *Grundformen der Finanzierung*, 1981, S. 188f; Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 409.

<sup>107</sup> Vgl. Sotelo, *Regeln schaffen Werte*, 2006, S. 47. Der Handlungsspielraum wird als „Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der von den Principalen an den Agenten zur Erfüllung der Aufgaben überlassenen Mittel“ definiert. Vgl. Sotelo, *Regeln schaffen Werte*, 2006, S. 47.

<sup>108</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 72.

<sup>109</sup> Diese Frage wird auch in der Literatur zu Public Private Partnerships behandelt, z.B. bei: Dias / Ioannou, *Debt capacity and optimal capital structure*, 1995; Bakatjan / Arikan / Tiong, *Optimal Capital Structure Model for BOT Projects*, 2003; Devapriya / Alfen, *Debt capacity*, 2004; Zhang, *Financial Viability and Capital Structure*, 2005.

<sup>110</sup> Eine Übersicht geben Standardwerke zur neo-institutionalistischen Finanzierungstheorie, wie z.B.: Milgrom / Roberts, *Economics, Organization and Management*, 1992; Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003.

<sup>111</sup> Williamson liefert transaktionskostentheoretische Ansätze zu Erklärung dieser Frage. Vgl. Williamson, *Corporate Finance*, 1988.

<sup>112</sup> Jensen / Meckling wenden die Prinzipal-Agent-Theorie auf Finanzierungsfragen an. Vgl. Jensen / Meckling, *Agency Costs and Ownership*, 1976, S. 308.



auf, d.h. Prinzipal-Agent-Probleme, wie verdeckte Eigenschaften, verdecktes Handeln, verdeckte Information und verdeckte Absicht.<sup>113</sup> Diese werden vor allem durch die rechtliche Stellung des Fremdkapitalgebers determiniert.<sup>114</sup>

Fremdkapitalgeber (Prinzipale) erhalten für die Bereitstellung von Fremdkapital als Gegenleistung fixe Zins- und Tilgungszahlungen vom Fremdkapitalnehmer (Agent). Bei Kreditvergabe wird ein fester Anspruch auf diese Zahlungen vertraglich vereinbart. Auch Höhe und Zeitpunkt der Zins- und Tilgungszahlungen werden vertraglich fixiert.<sup>115</sup>

Die Zahlungsansprüche des Fremdkapitalgebers sind unabhängig vom Erfolg des Fremdkapitalnehmers. Sie erhalten keine über den vereinbarten Zins hinausgehende Beteiligung am Gewinn. Kann der Fremdkapitalnehmer die vereinbarten Zahlungen jedoch nicht mehr tätigen, und ist auch kein haftendes Eigenkapital mehr vorhanden, tragen die Fremdkapitalgeber die Verluste.<sup>116</sup> Fremdkapitalgeber sind somit asymmetrisch an den Erträgen des Fremdkapitalnehmers beteiligt; man spricht von asymmetrischen Parten. Sie erhalten keine Mitspracherechte und können somit auch keinen direkten Einfluss auf die Geschäftsführung ausüben.<sup>117</sup>

Fremdkapitalgeber tragen somit das Ausfallrisiko ihres Kredites. Das Risiko hat hier keine positive Ausprägung im Sinne einer Gewinnbeteiligungschance, sondern beinhaltet lediglich die Gefahr, dass vereinbarte Zahlungen des Fremdkapitalnehmers ausbleiben. Aus der rechtlichen Stellung des Fremdkapitals resultieren spezifische Informationsbedürfnisse des Fremdkapitalgebers über die derzeitige und zukünftige wirtschaftliche Situation des Fremdkapitalnehmers und sein zukünftiges Verhalten. Nur so kann er die Höhe des potentiellen Schadens und die Wahrscheinlichkeit des Ausbleibens der Zahlungen und damit die Höhe des Risikoaufschlags kalkulieren.<sup>118</sup>

Bei der Fremdkapitalfinanzierung ist die Beziehung zwischen Prinzipal und Agent durch feste Regeln, d.h. Zahlungsverpflichtungen des Agenten, gekennzeichnet. Dazu kommen umfassende Kontrollmechanismen durch den Prinzipal sowie die Stellung von Sicherheiten durch den Agenten.<sup>119</sup> Die Finanzierung mit Fremdkapital ist demnach durch einen geringen Handlungsspielraum des Agenten charakterisiert und daher mit vergleichsweise geringen Prinzipal-Agent-Problemen behaftet. Daher sind die Finanzierungskosten des Fremdkapitals auch geringer als die von Mezzanine- oder Eigenkapital.<sup>120</sup>

---

<sup>113</sup> Siehe dazu Kapitel 2.1.4. Prinzipal-Agent-Probleme bei der Fremdkapitalvergabe im Rahmen von Projektfinanzierungen werden z.B. diskutiert bei: Farrell, *Principal-agency in project finance*, 2003; Devapriya, *Governance issues in financing*, 2006.

<sup>114</sup> Vgl. Richter / Furubotn, *Neue Institutionenökonomik*, 2003, S. 161; Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 415.

<sup>115</sup> Vgl. Drukarczyk, *Finanzierung*, 2003, S. 3f.

<sup>116</sup> Fremdkapitalgeber haben zwar einen Rechtsanspruch auf Erfüllung ihrer Forderungen, dieser kann jedoch bei Zahlungsunfähigkeit des Fremdkapitalnehmers nicht erfüllt werden.

<sup>117</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 412f; Schmidt, *Grundformen der Finanzierung*, 1981, S. 204.

<sup>118</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, *Investitions- und Finanzierungstheorie*, 2003, S. 413.

<sup>119</sup> Zu den Vermeidungsstrategien von Prinzipal-Agent-Problemen siehe Tabelle 1.

<sup>120</sup> Vgl. Spremann, *Investition und Finanzierung*, 1991, S. 92ff.

### 2.1.5.2 Eigenkapitalfinanzierung

Auch bei der Eigenkapitalfinanzierung besteht eine typische Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen dem Eigenkapitalgeber als Prinzipal und dem Eigenkapitalnehmer als Agent, die mit Informations- und Anreizproblemen, also Prinzipal-Agent-Problemen, wie verdeckte Eigenschaften, verdecktes Handeln, verdeckte Information und verdeckte Absicht, einhergeht.<sup>121</sup>

Aufgrund der rechtlichen Stellung des Eigenkapitals verfügt jeder Eigenkapitalgeber (Prinzipal) über einen gewissen Anspruch auf eine Beteiligung am Gewinn des Eigenkapitalnehmers (Agent). Eigenkapitalgeber haben jedoch keinen festen Zahlungsanspruch und werden erst nach Befriedigung der Fremdkapitalgeber bedient, da es sich um haftendes Kapital handelt.<sup>122</sup>

Der Eigenkapitalgebern zustehende Anteil am Zahlungsstrom entspricht der Höhe der Beteiligung mit Eigenkapital am Gesamteigenkapital. So sind Eigenkapitalgeber z.B. am Gewinn oder auch am Liquidationserlös nach Auflösung der Gesellschaft und gleichermaßen auch an den Verlusten beteiligt. Es besteht im Gegensatz zur Fremdfinanzierung eine Aufteilung des Zahlungsstroms in symmetrische Parten, wodurch es zur Angleichung der Interessen zwischen Kapitalnehmer und Kapitalgeber kommt. Trotz der gewissen Interessengleichheit besteht ein erheblicher Informationsbedarf, insbesondere vor der Finanzierungsentscheidung. Des Weiteren ergeben sich aus den unterschiedlichen Konsum- und Risikopräferenzen von Kapitalgeber und -nehmer zusätzliche Anreizprobleme und Interessenkonflikte.<sup>123</sup>

Die Finanzierungsbeziehung zwischen Eigenkapitalgeber und -nehmer ist im Gegensatz zur Fremdfinanzierung nicht durch einen festen Zahlungsanspruch des Prinzipals charakterisiert. Auch wird der Eigenkapitalgeber i.d.R. nicht mit Sicherheiten zusätzlich abgesichert, weshalb ihm jedoch gewisse Eingriffsrechte eingeräumt werden.<sup>124</sup> Grundsätzlich ist der Handlungsspielraum des Eigenkapitalnehmers jedoch größer als der Handlungsspielraum des Fremdkapitalnehmers. Daher ist die Eigenkapitalfinanzierung auch stärker durch Prinzipal-Agent-Probleme beeinflusst, was im Vergleich zur Finanzierung mit Fremdkapital zu höheren Verzinsungsansprüchen des Kapitalgebers führt.<sup>125</sup>

Grundsätzlich spielt bei der Vermeidung von Prinzipal-Agent-Problemen bei der Finanzierung mit Eigenkapital die konkrete Ausgestaltung der Rechte der Eigenkapitalgeber eine wesentliche Rolle. Diese gehen sehr stark mit der gewählten Gesellschaftsform - Personengesellschaft oder Kapitalgesellschaft - und den Haftungsbeschränkungen der Kapitalgeber einher.<sup>126</sup>

---

<sup>121</sup> Siehe dazu Kapitel 2.1.4.

<sup>122</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 5. Eigenkapital übernimmt auch Kreditwürdigkeitsfunktion. Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 86.

<sup>123</sup> Vgl. Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 437; Schmidt, Grundformen der Finanzierung, 1981, S. 194.

<sup>124</sup> Zu den Vermeidungsstrategien von Prinzipal-Agent-Problemen siehe Tabelle 1.

<sup>125</sup> Vgl. Spremann, Investition und Finanzierung, 1991, S. 92ff.

<sup>126</sup> Vgl. Schmidt, Grundformen der Finanzierung, 1981, S. 199; Schmidt / Terberger, Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003, S. 444f.

### 2.1.5.3 Mezzanine-Kapitalfinanzierung

Auch bei der Finanzierung mit Mezzanine-Kapital treten Informations- und Anreizprobleme zwischen Kapitalgeber als Prinzipal und Kapitalnehmer als Agent in Form von verdeckten Eigenschaften, verdeckten Handelns, verdeckten Informationen und verdeckter Absicht auf.<sup>127</sup> Diese sind von der konkreten Ausgestaltung des Mezzanine-Kapitals und damit der rechtlichen Stellung des Kapitalgebers abhängig.<sup>128</sup>

Grundsätzlich bewegen sich Mezzanine-Kapitalgeber in ihren Rechten und Pflichten zwischen Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern. Mezzanine-Kapitalgeber werden ähnlich wie Eigenkapitalgeber am Gewinn und an den Verlusten des Kapitalnehmers beteiligt. Mezzanine-Kapital ist nachrangig, da es vor dem Fremdkapital durch Verluste aufgezehrt wird und so die Haftungsbasis für die Fremdkapitalgeber vergrößert. Im Gegensatz zum Eigenkapital werden jedoch geringere Kontroll- oder Mitspracherechte für den Mezzanine-Kapitalgeber verbrieft.

Die Beziehung zwischen Mezzanine-Kapitalgeber und -nehmer ist demnach durch einen mittleren Handlungsspielraum des Agenten charakterisiert. Daher liegt Mezzanine-Kapital auch bezüglich des Grades der Prinzipal-Agent-Probleme und der Finanzierungskosten zwischen Eigen- und Fremdkapital.<sup>129</sup>

### 2.1.6 Transaktionskostenansatz

Einen weiteren Erklärungsansatz zu den verschiedenen Finanzierungsformen und insbesondere zur Kapitalstruktur von Unternehmen liefert der Transaktionskostenansatz, der auf einem Modell von Williamson basiert.<sup>130</sup> Hier werden Finanzierungsformen als Überwachungs- und Durchsetzungssysteme (governance structure)<sup>131</sup> verstanden, die mit spezifischen Eigenschaften einhergehen. Wie schon beschrieben ist Fremdkapital durch ein relativ starres System von Regeln und fixierte Zahlungsansprüche charakterisiert. Beim Eigenkapital werden dagegen keine Zahlungsansprüche festgelegt, was zu einer höheren Flexibilität führt.<sup>132</sup> Williamson sieht den Grad an Flexibilität als wesentliches Merkmal zur Unterscheidung von Fremd- und Eigenkapital an. Die Transaktionskosten, d.h. die Finanzierungskosten von Fremdkapital und Eigenkapital, hängen nach den Erkenntnissen von Williamson auch von der Spezifität des zu finanzierenden Projektes ab.

Spezifität als wichtigstes Merkmal von Transaktionen<sup>133</sup> wird durch die Verwertbarkeit eines Projektes, d.h. dessen Drittverwendungsfähigkeit, determiniert. Williamson stellt dabei auf die Verwendungs- bzw. Produktspezifität ab.<sup>134</sup> Spezifische, nicht drittverwendungsfähige

<sup>127</sup> Siehe dazu Kapitel 2.1.4.

<sup>128</sup> Die verschiedenen Formen des Mezzanine-Kapitals werden in Kapitel 2.3.3.3 näher erläutert.

<sup>129</sup> Vgl. Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 12.

<sup>130</sup> Vgl. Williamson, Corporate Finance, 1988.

<sup>131</sup> Diese Bezeichnung für governance structure findet sich bei: Richter / Furubotn, Neue Institutionenökonomik, 2003, S. 581. Eine andere Bezeichnung für governance structure ist z.B. Herrschaftsform. Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 701.

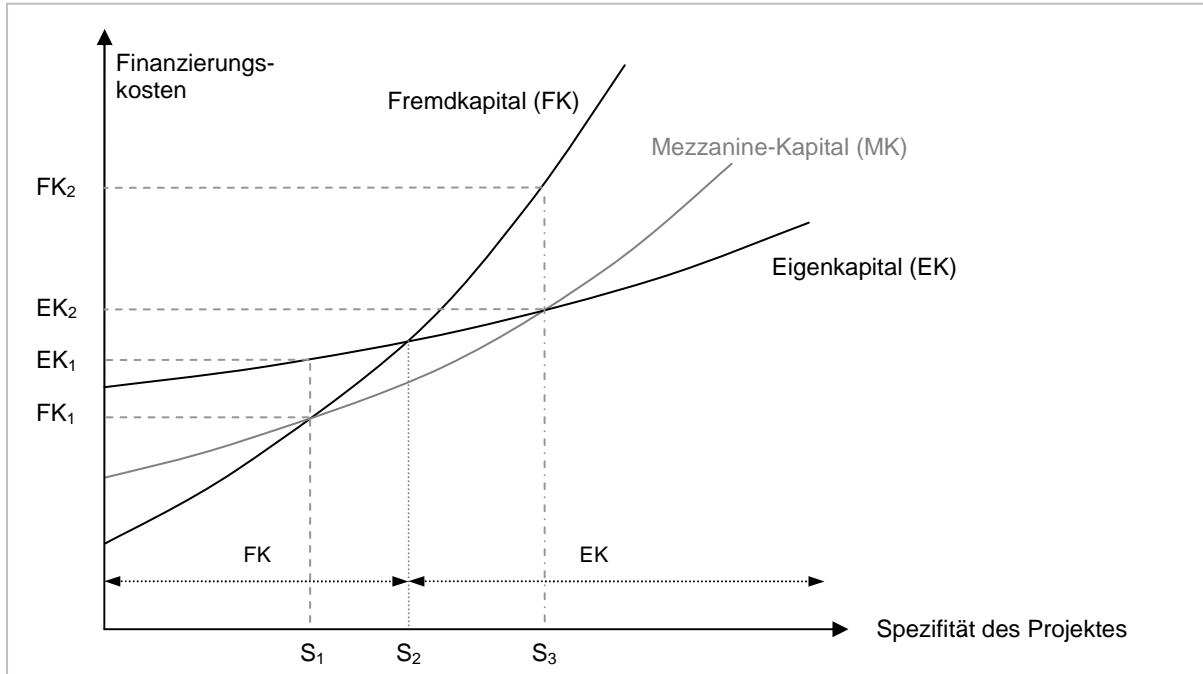
<sup>132</sup> Die Eigenschaften der Finanzierungsformen werden in Kapitel 2.1.5 genauer beschrieben.

<sup>133</sup> Daneben bestimmen Unsicherheit und Häufigkeit als Charakteristika einer Transaktion die Höhe der Transaktionskosten. Vgl. Williamson, Transaction Cost Economics, 1989, S. 138f.

<sup>134</sup> Diese Beschränkung wird von Puls kritisiert, der die Eigentümerspezifität als wichtiges Kriterium einführt. Vgl. Puls, Spezifität, Kapitalstruktur und Projektfinanzierung, 2003, S. 229.

Projekte<sup>135</sup> sind durch höhere verhaltensabhängige Unsicherheiten gekennzeichnet, da bei opportunistischem Verhalten eines Vertragspartners die Gefahr für den anderen Vertragspartner besteht, Kosten zu versenken.<sup>136</sup>

Die Zusammenhänge zwischen der Spezifität eines Projektes und den Finanzierungskosten der verschiedenen Finanzierungsformen werden in der folgenden Abbildung verdeutlicht.



**Abbildung 2: Zusammenhang zwischen Kapitalkosten und Spezifität<sup>137</sup>**

Bei geringer Spezifität ( $S_1$ ) seines Projektes sind die Transaktionskosten der Fremdfinanzierung aufgrund der einfacheren Struktur geringer als bei Eigenkapital, das durch eine komplexere Beziehung charakterisiert ist ( $FK_1 < EK_1$ ).

Mit steigender Spezifität des Projektes steigen, ceteris paribus, die Finanzierungskosten von Fremdkapital stärker als die Finanzierungskosten von Eigenkapital. Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass Fremdkapitalgeber nicht flexibel auf Veränderungen reagieren können und daher bei Projekten mit hoher Spezifität höhere verhaltensabhängige Unsicherheiten in Kauf nehmen müssen, was zu höheren Verzinsungsansprüchen führt.<sup>138</sup>

<sup>135</sup> Als Beispiele für unspezifische Immobilien nennt Williamson flexible Bürogebäude in einem Ballungszentrum, spezifischer nennt er dagegen ein Warenverteilungszentrum in einem abgelegenen Gebiet. Vgl. Williamson, Corporate Finance, 1988, S. 579.

<sup>136</sup> Vgl. Williamson, Corporate Finance, 1988, S. 571f.

<sup>137</sup> In Anlehnung an: Williamson, Comparative Economic Organization, 1991, S. 284. Ähnliche Abbildungen finden sich auch bei: Henschel-Bätz, Financial Engineering, 2000, S. 177; Puls, Spezifität, Kapitalstruktur und Projektfinanzierung, 2003, S. 233; Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 44.

<sup>138</sup> Bei dieser Aussage wird davon ausgegangen, dass das zu finanzierende Projekt als Sicherheit für den Fremdkapitalgeber zur Verfügung steht. Der Cashflows als Sicherheit wird bei der Argumentation von Williamson nicht berücksichtigt.

Im Gegensatz dazu können Eigenkapitalgeber aufgrund der höheren Flexibilität und ihrer Eingriffsrechte besser auf auftretende Schlechtleistungen reagieren. Dies führt bei sehr hoher Spezifität ( $S_3$ ) des Projektes, *ceteris paribus*, zu geringeren Eigenkapitalkosten im Vergleich zu Fremdkapitalkosten ( $EK_2 < FK_2$ ).<sup>139</sup>

Das Mezzanine-Kapital kann als Zwischenform verstanden werden.

Daraus abgeleitet entwickelte Williamson ein Finanzierungspostulat, nach dem wenig spezifische Projekte ( $<S_2$ ) mit Fremdkapital,<sup>140</sup> Projekte mit hoher Spezifität ( $>S_2$ ) jedoch mit Eigenkapital finanziert werden sollten.<sup>141</sup> Sotelo interpretiert das Williamsonsche Finanzierungspostulat dahingehend, dass aufgrund der Erkenntnis, Projekte mit hoher Spezifität nicht mit Fremdkapital zu finanzieren, diese mit Eigenkapital oder Mezzanine-Kapital finanziert werden sollten.<sup>142</sup>

Mit Hilfe des transaktionskostentheoretischen Ansatzes können z.B. Tendenzaussagen zur Kapitalstruktur, d.h. der Höhe des Eigenkapitaleinsatzes, bei der Finanzierung von PPP-Projekten mit einem bestimmten Spezifitätsgrad im Rahmen einer Projektfinanzierung gegeben werden.<sup>143</sup> Der Ansatz dient jedoch nicht der Erklärung bestimmter Finanzierungsinstrumente, die sich zwischen Eigenkapital und Fremdkapital bewegen, wie z.B. Immobilieninvestoren, die Gegenstand der vorliegenden Arbeit sind. Hierfür kann die Prinzipal-Agent-Theorie Erklärungsansätze liefern.

### 2.1.7 Theoretischer Analyserahmen der Arbeit

Im Folgenden wird der theoretische Analyserahmen der Arbeit hergeleitet. Dafür wird ein Finanzierungsinstrument als institutionelle Ausgestaltung einer Prinzipal-Agent-Beziehung (PA-Beziehung) aufgefasst.<sup>144</sup> Zu den potentiellen Finanzierungsinstrumenten aus Sicht eines PPP-Projektes zählen Immobilieninvestoren, wie z.B. offene oder geschlossene Immobilienfonds, die als Investoren auf dem PPP-Markt auftreten können. Diese Immobilieninvestoren als Agenten sind aus Sicht eines Anlegers als Prinzipal gleichzeitig Immobilienanlagevehikel, d.h. sie bekommen das Kapital zumeist von privaten Anlegern zur Verfügung gestellt. Die folgenden Betrachtungen beziehen sich ausschließlich auf Immobilieninvestoren, die als Immobilienanlagevehikel konstruiert sind.

Der theoretische Analyserahmen der Arbeit basiert zum einen auf dem von Sotelo eingeführten Konzept des normierten Handlungsspielraums eines Immobilieninvestors als Determinante seiner geschäftlichen Aktivitäten.<sup>145</sup> Zum anderen wird gezeigt, wie die Ausgestaltung der Prinzipal-Agent-Beziehung<sup>146</sup> zwischen dem Anleger als Prinzipal und

<sup>139</sup> Vgl. Williamson, Corporate Finance, 1988, S. 579ff.

<sup>140</sup> Williamson entwickelt das Argument anhand der Finanzierung eines einzelnen Projektes.

<sup>141</sup> Kritisiert wird an diesem Ansatz, dass Williamson davon ausgeht, dass das Projekt im Falle des Konkurses einer anderen Nutzung zugeführt wird. Eintrittsrechte von Banken und die Beibehaltung der Nutzung werden nicht berücksichtigt. Vgl. Puls, Spezifität, Kapitalstruktur und Projektfinanzierung, 2003, S. 203f.

<sup>142</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687.

<sup>143</sup> Vgl. Henschel-Bätz, Financial Engineering, 2000, S. 177.

<sup>144</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 47.

<sup>145</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 41ff.

<sup>146</sup> Zu den Mitwirkungs-, Kontroll-, und Informationsrechten eines Anlegers siehe bei: Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 699ff.

dem Immobilieninvestor als Agent die geschäftlichen Aktivitäten des Immobilieninvestors beeinflusst.<sup>147</sup> Zusammengeführt werden diese beiden Kategorien unter dem Begriff des definierten Gestaltungsrahmens, der als Rahmen der geschäftlichen Aktivitäten des Immobilieninvestors verstanden wird. Dieser determiniert die PPP-Investitionsmöglichkeiten eines Immobilieninvestors und dessen Rolle auf dem PPP-Markt.

### 2.1.7.1 Handlungsspielraum als Determinante geschäftlicher Aktivitäten

Immobilienanlagevehikel sind durch eine Prinzipal-Agent-Beziehung charakterisiert, wobei der Anleger als Prinzipal und der Fondsinitiator bzw. Immobilieninvestor als Agent agiert. Der Prinzipal beauftragt den Agenten mit der Anlage seines Kapitals. Dabei bestehen Informationsasymmetrien, die bei Nichtbeobachtbarkeit der Handlung, begrenzter Rationalität sowie unter der Annahme opportunistischen Verhaltens des Agenten das Ergebnis beeinflussen und zu Verhaltensunsicherheiten für den Prinzipal führen.<sup>148</sup> Diese Prinzipal-Agent-Probleme<sup>149</sup> können durch den normierten Handlungsspielraum des Agenten<sup>150</sup> begrenzt werden. Der Handlungsspielraum eines Finanzierungsinstrumentes wird dabei als „Spektrum der Verwendungsmöglichkeiten der von den Prinzipalen an den Agenten zur Erfüllung der Aufgaben überlassenen finanziellen Mittel“ definiert.<sup>151</sup> Des Weiteren beeinflusst auch die Ausgestaltung der Anreizmechanismen für den Agenten und der Rechte des Prinzipals die PA-Probleme.<sup>152</sup>

Der normierte Handlungsspielraum wird durch folgende Aspekte determiniert:

- Regulierung durch spezifische Gesetze,
- behördliche Beaufsichtigung über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin),
- rechtliche Regelungen zum Geschäftszweck,
- Vorgabe der Anlagegrenzen, z.B. hinsichtlich Zulässigkeit eigener Bauprojekte oder Erwerb von Beteiligungen an Projektgesellschaften,
- Vorschriften zur Liquidität, zur Risikostreuung und zur Kreditaufnahme.

Unterschiedliche Immobilienanlagevehikel bzw. -investoren sind durch unterschiedliche normierte Handlungsspielräume charakterisiert. Diese reichen von detailliert geregelt, wie z.B. bei offenen Immobilien-Publikumsfonds, über gewisse Vorschriften, z.B. für REITs, bis hin zu Private Equity Fonds, die kaum Investitionsbeschränkungen unterliegen.

---

<sup>147</sup> Williamson spricht von “rules of the game” und “play of the game”. Vgl. Williamson, Institutions of Governance, 1998, S. 75. Auch PPP Projekte werden durch Institutionen der Makro-Ebene und Institutionen auf der Projektebene beeinflusst. Vgl. Fischer / Jungbecker / Alfen, PPP Task Forces and their influence on project delivery, 2006, S. 542.

<sup>148</sup> Siehe Kapitel 2.1.4.

<sup>149</sup> Zu den Prinzipal-Agent-Problemen gehören verdeckte Eigenschaften, verdecktes Handeln, verdeckte Information und verdeckte Absicht.

<sup>150</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 47. Sotelo spricht in anderen Veröffentlichungen auch von unterschiedlich drittverwendungsfähigen Passiva, d.h. stark und weniger stark regulierten Anlagevehikeln. Drittverwendungsfähigkeit wird hier als Handlungsspielraum definiert. Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 699.

<sup>151</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 47.

<sup>152</sup> Siehe dazu im folgenden Kapitel 2.1.7.2.

Der normierte Handlungsspielraum eines Immobilieninvestors bestimmt - unabhängig vom finanzierten Projekt - dessen Kapitalkosten als Finanzierungsinstrument. Demnach sind die Kapitalkosten bei einem geringen normierten Handlungsspielraum des Immobilieninvestors niedrig. Die Kapitalkosten steigen, *ceteris paribus*, insbesondere bei gleicher Spezifität des Projektes,<sup>153</sup> mit einem steigenden normierten Handlungsspielraum des Investors. Dies lässt sich darauf zurückführen, dass unter der Annahme von asymmetrischer Information und opportunistischem Verhalten des Agenten, die Verhaltensunsicherheiten, d.h. Informations- und Delegationsrisiken, für den Prinzipal steigen, sobald sich der normierte Handlungsspielraum des Agenten erhöht. Diese höhere Unsicherheit resultiert in höheren Verzinsungsansprüchen des Prinzipals.<sup>154</sup>

Das Finanzierungspostulat, das Sotelo daraus ableitet, lautet: „Der vom Vehikel gebotene Handlungsspielraum soll von den Agenten voll ausgenutzt werden, bezahlt wird er sowieso.“<sup>155</sup> Demnach sollten unterschiedliche Immobilieninvestoren mit unterschiedlichen normierten Handlungsspielräumen in PPP-Projekte investieren, die ihrem normierten Handlungsspielraum entsprechen.

#### **2.1.7.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung als Determinante geschäftlicher Aktivitäten**

Die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger als Prinzipal und Immobilieninvestor als Agent ist durch Anreize für den Agenten und Rechte des Prinzipals, bspw. Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte, charakterisiert. Diese gehen über den normierten Handlungsspielraum hinaus. Dabei ergeben sich die Rechte des Prinzipals zum Teil aus rechtlich festgeschriebenen Pflichten des Agenten.

Die konkrete Ausgestaltung der Beziehung zwischen dem Prinzipal und dem Agent trägt zum einen zur Verminderung der Prinzipal-Agent-Probleme bei. Das heißt, dass die unter der Annahme von asymmetrischer Information und opportunistischem Verhalten des Agenten auftretenden Verhaltensunsicherheiten für den Prinzipal, z.B. durch die Einräumung von Rechten für diesen, minimiert werden.

Zum anderen beeinflusst die Ausgestaltung der PA-Beziehung - ebenso wie der normierte Handlungsspielraum - die geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors, z.B. dessen Eignung zur Übernahme von Risiken oder zur Abbildung von Wertentwicklungen.<sup>156</sup>

Dabei können bei Immobilienanlagevehikeln folgende Aspekte betrachtet werden:

- direkte Einflussmöglichkeiten des Anlegers als Prinzipal auf die Geschäftsführung des Agenten und damit das Recht zur Mitbestimmung durch den Anleger,
- indirekte Einflussmöglichkeiten des Anlegers als Prinzipal auf die Geschäftsführung des Agenten durch Möglichkeit der Rückgabe der Anteile durch den Anleger,

---

<sup>153</sup> Zur Rolle der Spezifität im Zusammenhang mit den Finanzierungskosten siehe in Kapitel 2.1.6.

<sup>154</sup> Mit der Begrenzung des Handlungsspielraums, sei es durch individuelle Regelungen oder übergeordnete Regulierung (Gesetze), können Kapitalkosten verringert und damit Werte geschaffen werden. Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49.

<sup>155</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49.

<sup>156</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 716.

- Fungibilität der Anteile des Anlegers als Prinzipal, d.h. Möglichkeiten zur Rückgabe oder zum Verkauf der Anteile auf dem Zweitmarkt, um Unsicherheiten aus Sicht des Anlegers zu verringern,
- Informationsrechte des Prinzipals zur Verringerung von PA-Problemen,
- Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten in Form von Beobachtbarkeit der Wertentwicklung des Vermögens und der Anteile sowie
- Anreizmechanismen durch Ausgestaltung der Geschäftsführung.<sup>157</sup>

Die geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors werden u.a. durch direkte Einflussmöglichkeiten der Anleger beeinflusst. Sie haben damit z.B. die Möglichkeit, darüber zu entscheiden, welche Risiken sie bereit sind einzugehen. Dadurch wird die Eignung des Immobilieninvestors zur Übernahme von Risiken erhöht.

Des Weiteren haben die Anleger durch die Rückgabemöglichkeit von Anteilen indirekten Einfluss auf die Geschäftsführung des Immobileinanlagevehikels. So können sie durch verstärkte Rückgabe von Anteilen ihr Missfallen an dessen Investitionstätigkeit zum Ausdruck bringen und einen gewissen Druck auf die Geschäftsführung ausüben.

Ist aufgrund der Ausgestaltung des Vehikels die Fungibilität der Anteile gering, da z.B. keine Rückgaberechte und keine Handelbarkeit für Anteile auf einem Zweitmarkt bestehen, ist die Unsicherheit aus Sicht des Anlegers als Prinzipal groß. Dies resultiert in hohen Verzinsungsanforderungen der Anleger, die der Immobilieninvestor durch eine entsprechende Geschäftspolitik erfüllen muss.

Informationsrechte und Kontrollmöglichkeiten des Anlegers verringern die asymmetrische Informationsverteilung zwischen Anleger als Prinzipal und Immobilieninvestor als Agent und haben so indirekt Auswirkungen auf die geschäftlichen Aktivitäten. Dies kann u.a. damit begründet werden, dass die Reduktion von Verhaltensunsicherheiten in geringeren Verzinsungsansprüchen des Prinzipals gegenüber dem Agenten resultiert, was die Geschäftspolitik des Agenten beeinflusst.

Des Weiteren spielt auch die Ausgestaltung von Anreizmechanismen in der PA-Beziehung eine Rolle. So kann es z.B. durch ein externes Management und die damit verbundene begrenzte Kongruenz der Interessen der Anleger als Agenten und der Interessen der Manager als Prinzipale zu Anreizproblemen kommen, die übernommene Risiken indirekt verstärken. Dies resultiert in einer geringen Eignung des Immobilieninvestors zur Übernahme von Risiken.

### **2.1.7.3 Definierter Gestaltungsrahmen**

Die vorangegangenen Ausführungen verdeutlichen, dass der normierte Handlungsspielraum eines Immobilieninvestors und die Ausgestaltung weiterer Aspekte der Prinzipal-Agent-Beziehung wesentliche Determinanten der geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilienanlagevehikels darstellen. Sie beeinflussen insbesondere folgende Aspekte:

- Kapitalkosten und Anlagezeitraum des Immobilieninvestors,
- Eignung zur Übernahme von portfolio- oder immobilienbezogenen Dienstleistungen,

---

<sup>157</sup> In Anlehnung an: Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 714ff.



- Eignung zur Übernahme von Risiken sowie
- Eignung zur Abbildung von Wertentwicklungen.

Aus der Diskussion des Einflusses des normierten Handlungsspielraums und der weiteren Ausgestaltung der PA-Beziehung kann ein definierter Gestaltungsrahmen eines Immobilieninvestors abgeleitet werden. Er wird als Rahmen geschäftlicher Aktivitäten eines Immobilieninvestors definiert. Durch die Einführung dieses Konzepts können im weiteren Verlauf der Arbeit Immobilieninvestoren unter Berücksichtigung des normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung klassifiziert werden.

Der definierte Gestaltungsrahmen eines Immobilieninvestors bestimmt zudem dessen Eignung für Investitionen in PPP-Projekte und damit dessen Rolle auf dem PPP-Markt. Ausgangspunkt der Überlegung ist, dass Investoren, die über einen hohen definierten Gestaltungsrahmen verfügen, in PPP-Projekte mit einem hohen erforderlichen Gestaltungsrahmen investieren sollten. Andersherum sollten Investoren mit einem geringen definierten Gestaltungsrahmen Investitionen in PPP-Projekte mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen vornehmen.

Der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes wird dabei durch die Wahl des PPP-Vertragsmodells und der PPP-Immobilienart, die PPP-Wertschöpfungsphase, in der die Investition durchgeführt wird, sowie die gewählte Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt determiniert.

Die beschriebenen Zusammenhänge bilden den theoretischen Rahmen der Arbeit und werden in der folgenden Grafik noch einmal veranschaulicht.

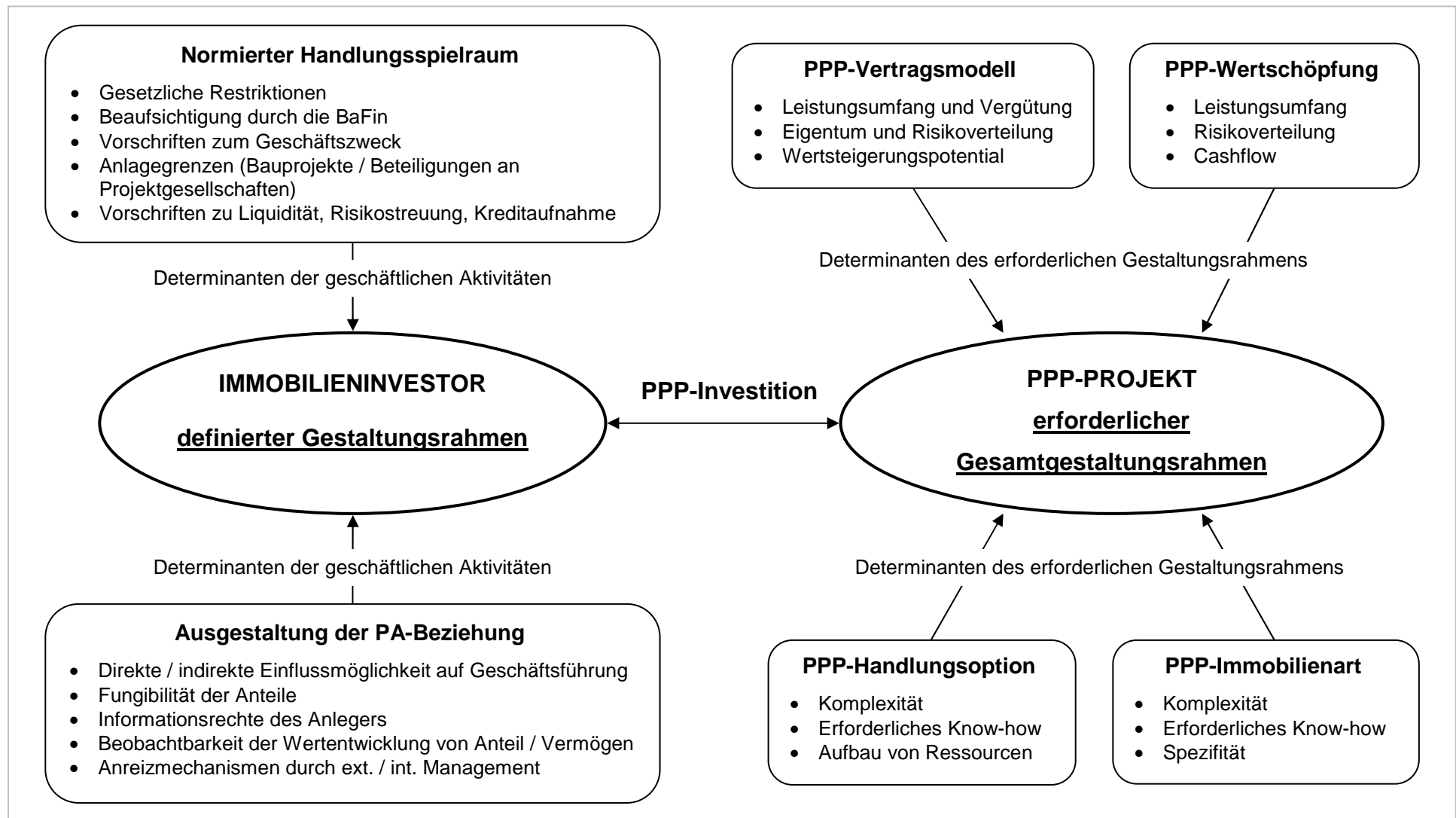


Abbildung 3: Theoretischer Analyserahmen der Arbeit

## 2.2 Public Private Partnership

Der Begriff Public Private Partnership wird in der Praxis sowie in der Literatur sehr unterschiedlich verwendet. Die Arbeit baut auf einer enger gefassten PPP-Definition auf, die mit der Veröffentlichung des Gutachtens „PPP im öffentlichen Hochbau“<sup>158</sup> geprägt wurde. Hier versteht man PPP „als langfristige, vertraglich geregelte Zusammenarbeit zwischen öffentlicher Hand und Privatwirtschaft zur Erfüllung öffentlicher Aufgaben, bei der die erforderlichen Ressourcen (z.B. Know-how, Betriebsmittel, Kapital, Personal) in einen gemeinsamen Organisationszusammenhang eingestellt und vorhandene Projektrisiken entsprechend der Risikomanagementkompetenz der Projektpartner angemessen verteilt werden.“<sup>159</sup>

Dabei übernimmt der private Partner i.d.R. die Bereitstellung der Immobilie, d.h. Planung, Finanzierung und Bau, sowie den Betrieb und ggf. zusätzliche Serviceleistungen für den öffentlichen Auftraggeber. Auch die Projektentwicklung und die Verwertung der Immobilie können Bestandteil eines PPP-Projektes sein. Das Eigentum an Grundstück und Immobilie liegt je nach PPP-Vertragsmodell<sup>160</sup> beim öffentlichen oder privaten Partner. Für seine Leistung enthält der private Auftragnehmer ein regelmäßiges Entgelt, mit dem er die aus der Leistungserbringung entstehenden Kosten sowie Risiken und Gewinn refinanziert.<sup>161</sup>

### 2.2.1 Abgrenzung von PPP gegenüber Privatisierungsformen

Im folgenden Kapitel werden Public Private Partnerships zum Zwecke der Einordnung von den existierenden Privatisierungsformen abgegrenzt.<sup>162</sup> Dies wird in Abbildung 4 grafisch verdeutlicht.<sup>163</sup>

Grundsätzlich kann man in implizite und explizite Privatisierung unterscheiden. Als implizite Privatisierung bezeichnet man die Öffnung bisher dem öffentlichen Sektor vorbehaltener Märkte für private Anbieter, wie bspw. die Öffnung des Marktes für Paketdienste oder Telekommunikation. Die explizite Privatisierung lässt sich wiederum in drei verschiedene Finanzierungsformen unterteilen, nämlich die formale Privatisierung, die materielle Privatisierung und die funktionale Privatisierung.<sup>164</sup>

Eine Privatisierung wird als **formal** bezeichnet, wenn zum Betrachtungszeitraum vormals öffentlich durchgeführte Aufgaben (Verwaltungseinheiten oder öffentlich-rechtliche Unternehmen) auf Dauer oder für begrenzte Zeit auf ein in hundertprozentigem Besitz der

<sup>158</sup> Das Gutachten entstand im Auftrag des Bundesministeriums für Verkehr, Bau- und Wohnungswesen (BMVBW) im Jahre 2003 und stellt den Beginn des Durchbruches der PPP-Initiative in Deutschland dar.

<sup>159</sup> Vgl. Beratergruppe, PPP im Öffentlichen Hochbau - Leitfaden, 2003, S. 2.

<sup>160</sup> Auf die verschiedenen PPP-Vertragsmodelle wird in Kapitel 4.1. eingegangen.

<sup>161</sup> Vgl. Littwin, Begriff und Handlungsfelder, 2006, S. 2. Die genaue Ausgestaltung ist abhängig vom gewählten PPP-Vertragsmodell.

<sup>162</sup> Diese Abgrenzung ist notwendig, da unter Public Private Partnership häufig unterschiedliche Konzepte verstanden werden und der Begriff nicht eindeutig verwendet wird. Vgl. Linder, PPP – Grammar of Multiple Meanings, 1999, S. 35ff; Wettenhall, Rhetoric and Reality of PPPs, 2003, S. 77ff.

<sup>163</sup> Die ersten Überlegungen zu dieser Systematik wurden von Prof. Hans Wilhelm Alfen auf dem 2. Betriebswirtschaftlichen Symposium Bau im Jahr 2002 in Weimar präsentiert.

<sup>164</sup> Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 3; Weber, Alfen, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 56f.

öffentlichen Hand befindliches Unternehmen in privater Rechtsform, z.B. GmbH oder AG, übertragen werden. Dabei können Eigentum oder eigentumsähnliche Rechte an zur Erfüllung dieser Aufgaben notwendigen Grundstücken, Infrastruktureinrichtungen oder Betriebsmitteln dauerhaft oder zeitlich begrenzt übertragen werden oder bei der öffentlichen Hand verbleiben. Es handelt sich also um eine reine Organisationsprivatisierung.<sup>165</sup>

Beispiele für die formale Privatisierungen sind die Deutsche Bahn AG vor einem Börsengang, die Verkehrsinfrastrukturfinanzierungsgesellschaft mbH (VIFG) oder die von Ländern und Kommunen gegründeten Eigengesellschaften, z.B. zur Immobilienverwaltung.

Von **materieller Privatisierung** spricht man, wenn zum Betrachtungszeitraum vormals öffentlich durchgeführte Aufgaben und das Eigentum bzw. eigentumsähnliche Rechte an den zur Aufgabenerfüllung notwendigen Grundstücken, Infrastruktureinrichtungen oder Betriebsmitteln (öffentliche Betriebseinheiten) auf Dauer auf ein privates oder gemischtwirtschaftliches Unternehmen übertragen werden. Dabei handelt es sich bei der Übertragung auf ein zu hundert Prozent in privater Hand gehaltenes Unternehmen um eine materielle Vollprivatisierung. Werden die Aufgaben auf ein gemischtwirtschaftliches Unternehmen transferiert, an dem sowohl die öffentliche Hand als auch die Privatwirtschaft Anteile halten, bezeichnet man dies als Teilprivatisierung.<sup>166</sup>

Materielle (Teil)Privatisierungen stellen bspw. die Börsengänge der Deutschen Telekom AG und der Deutschen Post AG dar. Der Verkauf von Kliniken, z.B. der Universitätsklinik in Gießen, zählt zu den Vollprivatisierungen. Beispiele für materielle Teilprivatisierungen sind die Flughäfen in Düsseldorf und Hamburg.

Public Private Partnerships können weder zur formalen noch zu materiellen Privatisierung gezählt werden. Sie fallen vielmehr in den Bereich der **funktionalen Privatisierung** und bewegen sich als Hybrid zwischen den klassischen Gegensätzen Staat versus Privatwirtschaft bzw. Markt.<sup>167</sup>

Dabei werden zum Betrachtungszeitraum vormals öffentlich durchgeführte Aufgaben für begrenzte Zeit auf ein privates (Vertrags-PPPs) oder ein gemischtwirtschaftliches (Institutionalisierte PPPs) Unternehmen übertragen. Dabei findet kein oder ein zeitlich begrenzter Übergang des Eigentums oder eigentumsähnlicher Rechte an den zur Aufgabenerfüllung notwendigen Grundstücken, Infrastruktureinrichtungen oder Betriebsmitteln statt.<sup>168</sup>

Der Grad der Übertragung der Aufgaben reicht dabei von der losweisen Vergabe einzelner Leistungen an ein privates Unternehmen über Generalunternehmer-Verträge (GU-Verträge) oder Funktionsbauverträge, bei denen Planen, Bauen und Erhalten übertragen werden, über so genannte Vorfinanzierungsmodelle, die neben dem Planen und Bauen auch die

---

<sup>165</sup> Vgl. Alfén / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 2f; Littwin, Begriff und Handlungsfelder, 2006, S. 4; Weber, Alfén, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 57f.

<sup>166</sup> Vgl. Alfén / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 2f; Littwin, Begriff und Handlungsfelder, 2006, S. 4; Weber, Alfén, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 59f.

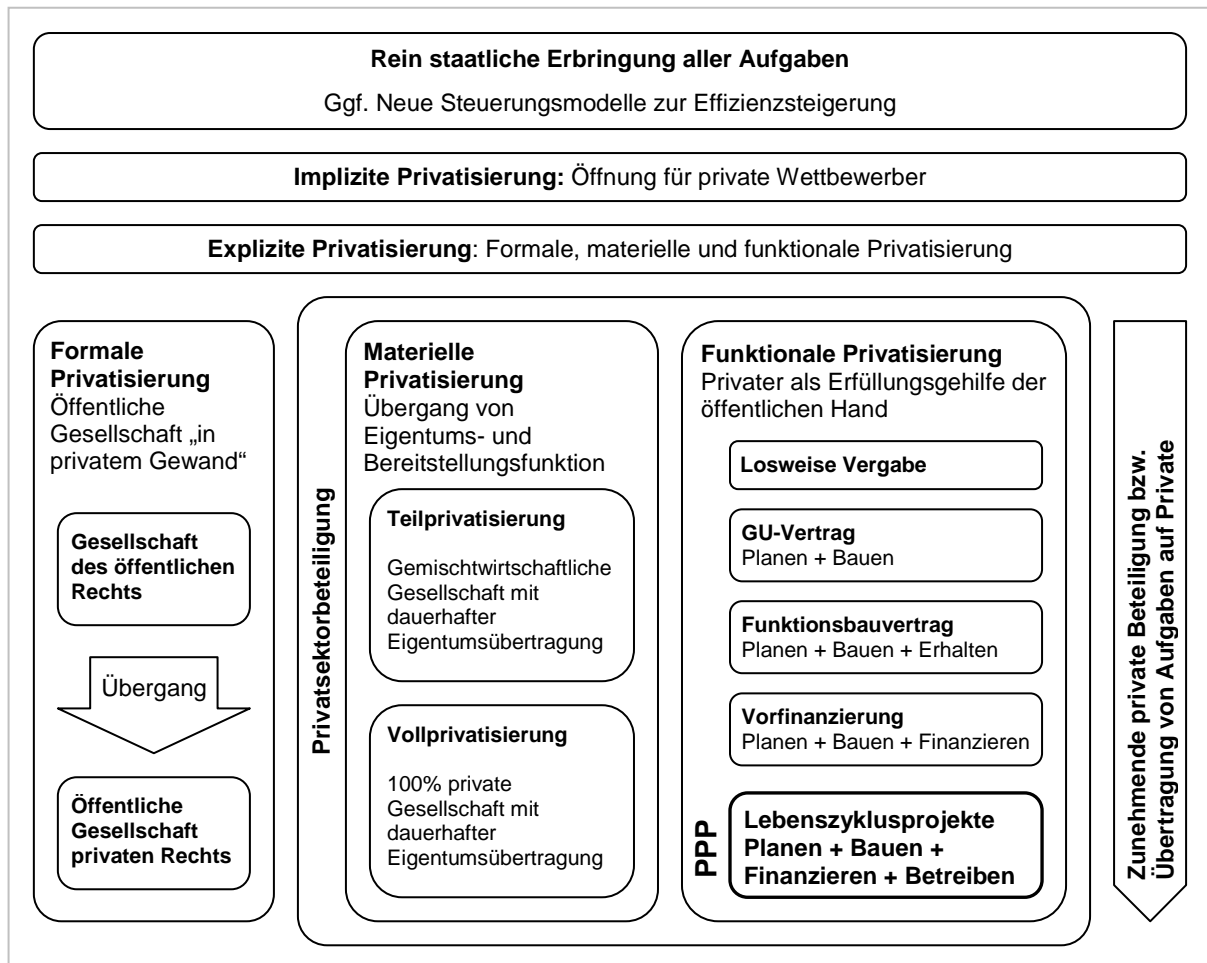
<sup>167</sup> Vgl. Roggencamp, PPP Entstehung und Funktionsweise, 1999, S. 31ff; Alfén / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 5f.

<sup>168</sup> Vgl. Alfén / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 2f; Weber, Alfén, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 59.

Finanzierung auf einen Privaten übertragen, bis zu den lebenszyklusübergreifenden PPP-Projekten. Hier werden neben Planen, Bauen und Finanzieren auch Leistungen aus der Betriebsphase an einen privaten Partner übertragen.<sup>169</sup>

Die Funktionale und die materielle Privatisierung können auch unter dem Begriff Privatisierungsbeteiligung oder Private Sector Participation (PSP) zusammengefasst werden. Unter diesen sehr weiten Begriff kann jede Form der Einbindung privater Wirtschaftssubjekte in staatliche Aufgabenerfüllung eingeordnet werden.<sup>170</sup>

Die einzelnen Formen der Privatisierung sowie die Einordnung von Public Private Partnerships in die Systematisierung zeigt die folgende Abbildung.



**Abbildung 4: Systematisierung der Privatisierungsformen**<sup>171</sup>

Von den möglichen Privatisierungsformen beschränkt sich diese Arbeit auf **Public Private Partnerships als eine Ausprägung der funktionalen Privatisierung**. Andere Formen der funktionalen Privatisierung sowie die materielle oder formale Privatisierung sind nicht Gegenstand der folgenden Ausführungen.

<sup>169</sup> Auf weitere Merkmale von PPP-Projekten wird im folgenden Kapitel eingegangen.

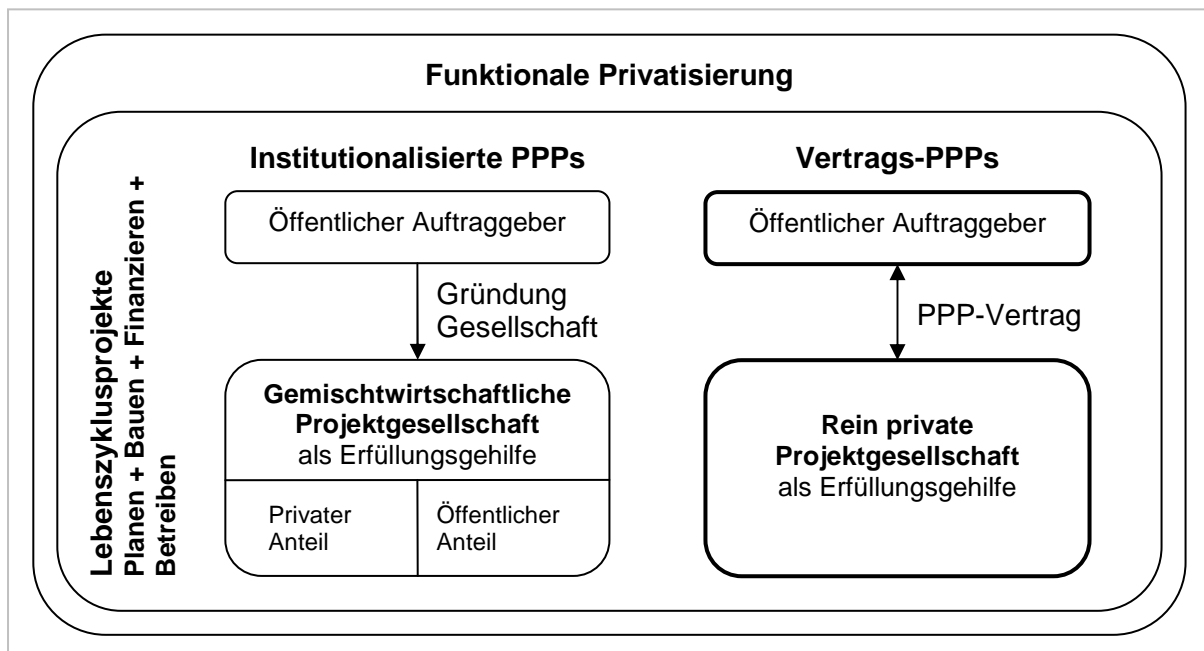
<sup>170</sup> Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 3.

<sup>171</sup> In Anlehnung an: Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 3; Weber, Alfen, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 57.

Über die Zuordnung zur funktionalen Privatisierung hinaus können PPPs des Weiteren in Vertrags-PPP und Institutionalisierte PPP unterschieden werden.<sup>172</sup> Diese Unterteilung zeigt die Abbildung 5.

Bei **institutionalisierten PPPs** wird eine gemeinsam von der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft gehaltene Gesellschaft gegründet.<sup>173</sup> Auf diese gemischtwirtschaftliche Gesellschaft werden dann ebenfalls über vertragliche Vereinbarungen vormals öffentlich durchgeführte Aufgaben, wie z.B. Planung, Bau, Finanzierung und Betrieb öffentlicher Infrastruktur, übertragen.<sup>174</sup> Der öffentliche Auftraggeber versucht über eine Beteiligung an der Projektgesellschaft seinen Einfluss auf die Aufgabenerfüllung zu erhöhen.

**Vertrags-PPPs** basieren auf einer vertraglichen Beziehung zwischen dem öffentlichen Auftraggeber und dem privaten Auftragnehmer.<sup>175</sup> Sie können hinsichtlich Eigentum, Refinanzierung der Leistung und anderen Faktoren verschieden ausgestaltet werden. Die in Deutschland etablierten PPP-Vertragsmodelle für Vertrags-PPPs werden in Kapitel 4.1 detailliert beschrieben. Auf diese Form der PPPs konzentriert sich die vorliegende Arbeit.



**Abbildung 5: Institutionalisierte PPPs und Vertrags-PPPs**<sup>176</sup>

<sup>172</sup> Vertrags-PPPs können auch als horizontale Partnerschaft und institutionalisierte PPPs als vertikale Partnerschaft bezeichnet werden. Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 34.

<sup>173</sup> Die Institutionalisierten PPPs entsprechen dem PPP-Gesellschaftsmodell. Ist der Anteil der öffentlichen Hand an der Gesellschaft jedoch sehr gering, kann das PPP-Gesellschaftsmodell den Vertrags-PPPs zugeordnet werden, da so der Einfluss der öffentlichen Hand auf die Geschäftsführung der Gesellschaft sehr gering ist.

<sup>174</sup> Vgl. EU, Grünbuch, 2004, S. 19ff.

<sup>175</sup> Vgl. EU, Grünbuch, 2004, S. 9ff.

<sup>176</sup> In Anlehnung an: Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 34; Weber, Alfen, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 55.

### 2.2.1.1 Ziele und Merkmale von PPP-Projekten

Das oberste Ziel, dass die öffentliche Hand mit der Durchführung von Public Private Partnerships verfolgt, ist die schnellere und effizientere<sup>177</sup> Realisierung öffentlicher Infrastruktur in vertragsgemäßer und teilweise auch besserer Qualität als bei der konventionellen Beschaffung. Damit einher geht ein grundlegender Wandel des Staatsverständnisses und die Modernisierung und Verschlinkung der öffentlichen Verwaltung, damit sich der Staat auf seine Kernkompetenzen konzentrieren kann.<sup>178</sup>

Als weitere Gründe für die Anwendung von PPP werden häufig die leeren öffentlichen Kassen und die hohe Verschuldung öffentlicher Haushalte angeführt. Durch die Nichtanrechnung von PPP-Projekten in dem Europäischen System Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG)<sup>179</sup> kann diese Problematik zumindest gemildert werden.<sup>180</sup> Dabei ist jedoch darauf hinzuweisen, dass PPP nicht „Bauen ohne Geld“ und auch nicht „Sparen ohne Geld“ bedeutet. Zwar können z.B. mit nutzerfinanzierten PPP-Projekten alternative Einnahmequellen generiert werden, haushaltsfinanzierte Projekte müssen jedoch, wie auch bei der konventionellen Realisierung, vom Auftraggeber aus dem öffentlichen Haushalt bezahlt werden.<sup>181</sup>

Daher muss laut Bundeshaushaltsordnung (BHO) vor der Durchführung eines PPP-Projektes eine umfassende Wirtschaftlichkeitsuntersuchung vorgenommen werden, die den Barwert einer möglichen konventionellen Realisierung, international als Public Sector Comparator (PSC) bezeichnet, mit dem Barwert der PPP-Variante vergleicht.<sup>182</sup>

Effizienzvorteile von PPP-Projekten im Vergleich zur konventionellen Beschaffung bestehen vor allem aufgrund besserer Anreizstrukturen durch die charakteristischen Merkmale von PPP-Projekten, die im Folgenden erläutert werden.<sup>183</sup>

<sup>177</sup> Bei den bisher in Deutschland vergebenen PPP-Hochbauprojekten liegt der durchschnittliche, mit dem Investitionsvolumen des Projektes gewichtete Effizienzvorteil bei 16%. Eigene Erhebungen im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>178</sup> Vgl. Grout, Economics of the PFI, 1997, S. 54; Littwin, Begriff und Handlungsfelder, 2006, S. 1; BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 3.

<sup>179</sup> Die Nichtanrechnung (off balance) ist laut einer Eurostat-Entscheidung vom Februar 2004 jedoch nur erlaubt, wenn der private Partner mindestens das Baurisiko und entweder das Ausfallrisiko (Betriebsrisiko) oder das Nachfragerisiko trägt. Vgl. Eurostat, Behandlung öffentlich-privater Partnerschaften, 2004; Fleischmann, PPP und Maastricht, 2004, S. 115ff.

<sup>180</sup> Diese Gründe werden vor allem in der internationalen PPP-Literatur angeführt. Vgl. Grout, Economics of the PFI, 1997, S. 56; Allan, PPP: Literature and Practice, 1999, S. 12ff; Bettignies / Ross, Economics of PPP, 2004, S. 146. Es gibt aber auch kritische Argumente hinsichtlich der „off balance Gestaltung“, die aufgrund einer stärkeren Übertragung von Risiken auf den privaten Partner zu höheren Renditeforderungen führen und damit Effizienzen einschränken kann. Vgl. Kirk / Wall, PFI – value for money, 2002, S. 544f.

<sup>181</sup> Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 6.

<sup>182</sup> Vgl. Alfen / Horn, Leitfaden Wirtschaftlichkeitsvergleich, 2003; Alfen / Daube, Evaluierung der Wirtschaftlichkeitsvergleiche NRW, 2005; FMK, Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen, 2006. Zu Berechnung des PSC bei Schulprojekten siehe z.B.: Jacob / Winter / Stuhr, Public Sector Comparator, 2003. Einen Überblick über die international verwendeten Methoden zur Berechnung des Value for Money (VfM) findet sich z.B. bei: Grimsey / Lewis, Are PPPs Value for Money, 2005. Die PSC-Berechnungsmethoden in Großbritannien und den Niederlanden vergleichen: Jacob / Kochendörfer, Private Finanzierung EU-Vergleich, 2000, S. 47ff.

<sup>183</sup> Internationale Veröffentlichungen zu Effizienztreibern sind z.B.: Arthur Andersen, Value for Money, 2000; Zhang, Best Value of PPP, 2006, S. 107ff.

Ein wesentliches Merkmal von PPP-Projekten und gleichzeitig ein wichtiges Kriterium für die Erzielung von Effizienzvorteilen ist der **Lebenszyklusansatz**.<sup>184</sup> Dieser beinhaltet die Übertragung sämtlicher Leistungen des Lebenszyklus eines Projektes - Planen, Bauen, Finanzieren und Betreiben sowie ggf. Verwerten – auf einen privaten Partner. Es erfolgt keine losweise Vergabe der einzelnen Teilleistungen, wie bei der herkömmlichen Beschaffung öffentlicher Infrastruktur, sondern Ausschreibung und Vergabe der Gesamtleistung an einen privaten Partner. So ist, statt einer getrennten Optimierung einzelner Projektphasen, die Gesamtoptimierung von der Entwurfsplanung über den gesamten Lebenszyklus bis zur Verwertung bei einem PPP-Projekt möglich. So können z.B. aufgrund der Einflussmöglichkeiten in der Planungs- und Bauphase von Anfang an Betriebskosten optimiert und die Werterhaltung der Immobilie sichergestellt werden.<sup>185</sup>

Der Lebenszyklusansatz und insbesondere die Übertragung der Finanzierung auf den privaten Partner sowie die damit einhergehenden Anreizstrukturen führen zu einer stärkeren Verbundenheit mit dem Projekt. Das Interesse des privaten Investors am Erfolg des Projektes wird durch dessen Beteiligung mit Eigenkapital verstärkt.<sup>186</sup> Da der private Partner das Projekt während der Bauphase vorfinanziert, sein Entgelt aber erst ab Nutzungsbeginn erhält, hat er einen starken Anreiz, Planungs- und Bauzeiten zu optimieren und einen hohen Grad an Kosten- und Terminsicherheit zu gewährleisten. So können z.B. Baukosten bei Einhaltung von vorher definierten Qualitäten und hoher Kostensicherheit durch Reduktion von Nachtragsrisiken gespart werden. Dazu trägt auch das auf den privaten Partner übertragene Schnittstellenmanagement bei.<sup>187</sup>

Die **optimale Risikoverteilung** entsprechend der Risikomanagementkompetenz des jeweiligen Partners ist ein weiteres wesentliches Merkmal und Effizienztreiber von PPP-Projekten.<sup>188</sup> Eine optimale Risikoverteilung bedeutet demnach nicht, dass alle Risiken auf den privaten Partner übertragen werden. Bestimmte Risiken, die außerhalb des Einflussbereiches des Privaten liegen, sollte der öffentliche Auftraggeber tragen. Das sind z.B. rechtliche Risiken, Verfahrensrisiken und Risiken, die sich aus verändertem Bedarf sowie frühzeitiger Beendigung des PPP-Vertrages ergeben und die nicht durch den privaten Partner verschuldet wurden.<sup>189</sup>

---

<sup>184</sup> Vgl. Alfen / Korn, Effizienzpotentiale, 2006, S. 99.

<sup>185</sup> Vgl. Stiepelmann, ÖPP Zwischenbilanz, 2005, S. 86; Väilä, Economics of PPPs, 2005, S. 104f; Alfen / Korn, Effizienzpotentiale, 2006, S. 99f; BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 17.

<sup>186</sup> Vgl. Spackmann, PPPs: the British approach, 2002; S. 296f; HM Treasury, Investment Challenge, 2003, S. 40f; Zhang, Financial Viability and Capital Structure, 2005, S. 659.

<sup>187</sup> Vgl. Alfen / Korn, Effizienzpotentiale, 2006, S. 101; BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 17.

<sup>188</sup> Vgl. Fox / Tott, PFI Handbook, 1999, S. 3; Asenova / Beck, Financial perspective on risk management, 2003, S. 127; Alfen / Korn, Effizienzpotentiale, 2006, S. 100; BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 17. Umfassende Ausführungen zu Risiken bei PPP-Projekten, deren Bewertung und Management finden sich z.B. bei: Akintoye / Beck / Hardcastle et al., Risk Assessment and Management of PFI Projects, 2001. Diese Studie wurde 1999 von wesentlichen Akteuren der öffentlichen Hand und der Privatwirtschaft in Großbritannien beauftragt.

<sup>189</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen, 2005, S. 590ff; Braune, Finanzierung, 2006, S. 296.



Zu einer optimalen Risikoverteilung trägt auch die Übertragung der Finanzierung<sup>190</sup> und der damit verbundenen Risiken auf den privaten Partner bei. Wird ein Projekt über eine Projektfinanzierung realisiert, ist der Risikotransfer umfassend. Grund dafür ist das für Projektfinanzierungen charakteristische Risk Sharing Prinzip, wonach die Risiken zwischen allen beteiligten Parteien nach der individuellen Risikokontrollfähigkeit verteilt werden.<sup>191</sup> Dies entspricht dem Grundprinzip von Public Private Partnerships.<sup>192</sup> Findet die Forfaitierung mit Einredeverzicht Anwendung, sollte für eine optimale Verteilung von Risiken ein angemessenes Sicherheitenkonzept zwischen den Partnern vereinbart werden.<sup>193</sup>

**Outputorientierte Leistungsbeschreibungen** sind eine weitere wesentliche Voraussetzung dafür, dass ein PPP-Projekt Effizienzgewinne gegenüber der herkömmlichen konventionellen Beschaffungsvariante generiert. Dabei erfolgt die Planung auf der Grundlage einer funktionalen Leistungsbeschreibung, die nicht das „Wie“ sondern das „Was“ der Leistungserbringung beschreibt und damit Optimierungsspielraum eröffnet. So können die spezialisierten Fähigkeiten der privaten Partner, deren Kernkompetenzen und deren Innovationspotential genutzt werden.<sup>194</sup>

Im Zusammenhang mit den Outputspezifikationen werden Service Level Agreements (SLAs) vereinbart, die Leistungsstandards hinsichtlich Verfügbarkeit und Qualität festlegen. Diese werden wiederum mit so genannten Bonus-Malus-Regelungen, die die Vergütung an die Erfüllung der Leistung koppeln, wie z.B. eine Reduzierung des Entgeltes bei Schlechtleistung, kombiniert. So werden in einem PPP-Projekt vertraglich geregelte Anreizmechanismen zur Sicherstellung der vereinbarten Verfügbarkeit und Qualität über die gesamte Vertragslaufzeit geschaffen. Sie tragen ebenfalls dazu bei, dass der private Partner möglicherweise auftretende Probleme schnell behebt, Risiken minimiert und innovativ ist. Auch opportunistisches Verhalten des privaten Auftragnehmers wird begrenzt.<sup>195</sup>

Weitere Effizienztreiber sind der Wettbewerb unter den Anbietern sowie die Größenvorteile der privaten Unternehmen (Economies of scale).<sup>196</sup> Darüber hinaus lassen sich bei einigen PPP-Projekten aufgrund der Nutzung von Synergie-Effekten zusätzliche Erträge

<sup>190</sup> Zu den verschiedenen Finanzierungsformen für PPP-Projekte, das sind Projektfinanzierung oder Forfaitierung mit Einredeverzicht, siehe ausführlich in Kapitel 2.3.

<sup>191</sup> Man spricht auch vom „cheapest cost avoider principle“ – dem Prinzip des billigsten Schadensvermeider, das aus der ökonomischen Analyse des Rechts stammt. Vgl. Calabresi, The Costs of Accidents, 1970.

<sup>192</sup> Vgl. Weber, Alfen, Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 27.

<sup>193</sup> Für eine umfassende Diskussion zum Vergleich der beiden Finanzierungsformen siehe: Daube / Vollrath / Alfen, Comparison of financing forms, 2008.

<sup>194</sup> Vgl. Stiepeltmann, ÖPP Zwischenbilanz, 2005, S. 86. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 53; Littwin, Begriff und Handlungsfelder, 2006, S. 25; BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 17.

<sup>195</sup> Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 54; Littwin, Begriff und Handlungsfelder, 2006, S. 25; BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 17.

<sup>196</sup> Vgl. Stiepeltmann, ÖPP Zwischenbilanz, 2005, S. 86. Umfassende ökonomische Analysen von PPP finden sich z.B. bei: Grout, Economics of the PFI, 1997, S. 53ff; Bettignies / Ross, Economics of PPP, 2004, S. 135ff; Eggers, PPP – ökonomische und politische Potentiale, 2004; Riess, PPP and sectors, 2005, S. 13ff; Väililä, Economics of PPPs, 2005, S. 94ff. Eine Zusammenfassung zu diesem Thema liefern: Grimsey / Lewis, Economics of PPPs, 2005.

erwirtschaften. Dazu trägt die optimale Auslastung des Grundstücks, der Gebäudeflächen und der Serviceleistungen, z.B. durch öffentlich-private Mischnutzung, aber auch die Einwerbung von Sponsorengeldern bei.<sup>197</sup>

Durch die oben genannten Merkmale eines PPP-Projektes können die von PPP-Kritikern häufig angeführten höheren Finanzierungskosten von PPP im Vergleich zur konventionellen Finanzierung über den Haushalt überkompensiert werden.<sup>198</sup>

### 2.2.2 Marktteilnehmer und deren Interessen

PPP-Projekte sind durch eine komplexe Vertragsstruktur und eine Vielzahl von Beteiligten mit unterschiedlichen Interessen gekennzeichnet, die im Folgenden beschrieben werden.<sup>199</sup>

#### 2.2.2.1 Öffentliche Auftraggeber

Als öffentliche Auftraggeber treten i.d.R. Gebietskörperschaften, wie Bund, Länder, Städte und Gemeinden, auf. Zu den wesentlichen Aufgaben der öffentlichen Hand gehört die Daseinsvorsorge für die Bürger und damit verbunden die Bereitstellung der öffentlichen Infrastruktur in entsprechender Qualität und Quantität. Mit der Durchführung von PPP-Projekten soll der bestehende Investitionsstau, der in den vergangenen Jahren durch leere öffentliche Kassen entstanden ist, aufgelöst und Projekte schnell, effektiv und effizient, in höherer Qualität und unter Beachtung von Vorschriften durchgeführt werden.<sup>200</sup>

Der öffentliche Auftraggeber definiert im Rahmen eines PPP-Projektes die Aufgaben und Anforderungen an den privaten Auftragnehmer hinsichtlich des geplanten Geschäftsmodells, der zu erbringenden Leistungen sowie der Finanzierung des Projektes.<sup>201</sup> Diesbezüglich muss die öffentliche Hand entscheiden, ob sie das Projekt über Leistungsentgelte aus dem Haushalt oder über Nutzerentgelte finanzieren und möglicherweise einen Einredeverzicht aussprechen will.<sup>202</sup> Des Weiteren obliegt dem öffentlichen Auftraggeber im gesamten Projektverlauf die Steuerung, Überwachung und Kontrolle der Leistungserbringung des privaten Auftragnehmers.<sup>203</sup>

---

<sup>197</sup> BMVBS, Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007, S. 17.

<sup>198</sup> Vgl. Spackmann, PPPs: the British approach, 2002, S. 294ff; HM Treasury, Investment Challenge, 2003, S. 41f. Kritische Betrachtungen zu PPP finden sich z.B. bei: Broadbent, Critical Accounting, 2002; Deakin, PPPs – UK case study, 2002; Shaoul, Critical financial analysis of the PFI, 2005. Auch in Deutschland gibt es kritische Auseinandersetzungen mit PPP. Dabei wird ein sehr unscharfer PPP-Begriff zugrunde gelegt. Siehe z.B. bei: Rügemer, Public Private Partnership - Heuschrecken, 2008.

<sup>199</sup> Häufig wird nicht ein PPP-Vertrag geschlossen, sondern Einzelverträge, die durch einen PPP-Projektvertrag als Klammer zusammengehalten werden. Zu den einzelnen Verträgen siehe z.B.: Weihrauch, Vertragsgestaltung, 2005, S. 151ff.

<sup>200</sup> Vgl. Roggenkamp, PPP Entstehung und Funktionsweise, 1999, S. 89; Eggers, PPP – ökonomische und politische Potentiale, 2004, S. 121; Eppinger / Käsiewieter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 291; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 36.

<sup>201</sup> Vgl. Abdel-Aziz / Russel, government requirements in ppps, 2001, S. 891ff.

<sup>202</sup> Die Forfaitierung mit Einredeverzicht ist eine in Deutschland angewandte Finanzierungsform. Vgl. Daube / Vollrath / Alfen, Comparison of financing forms, 2008, S. 377. Auch in Frankreich wird die Forfaitierung mit Einredeverzicht genutzt. Vgl. Jacob / Neunzehn / Uhlig, Risikoverteilung bei Kliniken mit PPP, 2008, S. 36. Eine Erläuterung dieser Finanzierungsform findet sich in Kapitel 2.3.1.

<sup>203</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 437; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 31. Zur Steuerungs- und Kontrollaufgabe der öffentlichen Hand siehe z.B.: Broadbent / Laughlin, Government Accountability Processes, 2003.

Die Finanzierung stellt aus Sicht des öffentlichen Auftraggebers einen wichtigen Bestandteil eines PPP-Projektes dar. Da der private Auftragnehmer sämtliche Finanzierungskosten in die Berechnung des Leistungsentgeltes einbezieht, hat der öffentliche Auftraggeber ein Interesse daran, dass die Kosten der Finanzierung möglichst effizient gestaltet werden.

Ein Ansatz zur effizienten Gestaltung der Finanzierungskosten ist die Optimierung der Eigenkapitalquote. Aus Sicht der öffentlichen Hand sollten die Gesellschafter der Projektgesellschaft, gerade bei risikoreichen und spezifischen Projekten, ausreichend Eigenkapital einbringen, da sie durch Bereitstellung von eigenem, haftendem Eigenkapital eine höhere Motivation und Anreiz haben, die Leistung vertragskonform zu erbringen.<sup>204</sup> Des Weiteren sollten spezifische Projekte mit einem höheren Anteil an Eigenkapital finanziert werden, da hier die Kapitalkosten geringer sind als bei einer reinen Finanzierung durch Fremdkapital.<sup>205</sup> Eine übermäßige Reduktion des Eigenkapitals steht somit den (Sicherheits)Interessen des öffentlichen Auftraggebers entgegen.<sup>206</sup> Die Eigenkapitalquote sollte jedoch in Anlehnung an das Risikoprofil des Projektes und die alternativen Sicherheiten optimiert werden, um überhöhte Finanzierungskosten zu vermeiden.<sup>207</sup>

Auch die Einbindung weiterer Eigenkapitalgeber in die Realisierung von PPP-Projekten kann sich durch Erhöhung des Wettbewerbs positiv auf die Eigenkapitalkosten und damit auf das zu entrichtende Leistungsentgelt auswirken. Des Weiteren kann eine Restrukturierung der Finanzierung zu einer Optimierung der Kapitalkosten beitragen, wovon auch der öffentliche Auftraggeber profitiert.<sup>208</sup>

Ein weiteres Interesse des öffentlichen Auftraggebers bezogen auf die Finanzierung ist die Optimierung der Fremdkapitalkosten. Grundsätzlich ist der öffentliche Auftraggeber auch an einer soliden Finanzierung des privaten Auftragnehmers interessiert, da im Falle der Insolvenz des privaten Auftragnehmers dem öffentlichen Auftraggeber erhebliche Kosten entstehen können.<sup>209</sup> Daher stellt ein attraktives Finanzierungskonzept einen wesentlichen Erfolgsfaktor für PPP-Projekte dar. Dabei spielen u.a. frühzeitige Finanzierungszusagen, geringe Kapitalkosten, feste Zinssätze, ausreichende Sicherheiten, z.B. durch eine angemessene Eigenkapitalbeteiligung, und geringe Finanzierungsrisiken für den öffentlichen Auftraggeber eine wichtige Rolle.<sup>210</sup>

<sup>204</sup> Vgl. Grimsey / Lewis, Are PPPs value for money, 2005, S. 30; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2005, S. 604; Zhang, Financial Viability and Capital Structure, 2005, S. 659.

<sup>205</sup> Siehe dazu in Kapitel 2.1.6.

<sup>206</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 26.

<sup>207</sup> Miksch entwickelt eine Hilfestellung zur Strukturierung von Sicherheiten bei PPP-Schulprojekten. Vgl. Miksch, Sicherungsstrukturen, 2007.

<sup>208</sup> In Großbritannien werden so genannte „Refinanzierungsgewinne“ mit dem öffentlichen Auftraggeber geteilt. Vgl. Archer, Sell sell sell, 2004, S. 23f; HM Treasury, Strengthening long-term partnerships, 2006, S. 120.

<sup>209</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 436.

<sup>210</sup> Vgl. Tiong, CSFs in Competitive Tendering and Negotiation, 1996, S. 208; Qiao / Wang / Tiong et al. Framework for CSF, 2001, S. 54ff; Zhang, Critical Success Factors for PPPs, 2005, S. 5.

### 2.2.2.2 Private Auftragnehmer

Als privater Auftragnehmer eines PPP-Projektes tritt i.d.R. eine Projektgesellschaft<sup>211</sup> auf, die typischerweise in der Rechtsform der GmbH oder der GmbH & Co. KG<sup>212</sup> aufgelegt wird. An der Projektgesellschaft sind zumeist mehrere Gesellschafter beteiligt. Dazu zählen die strategischen Investoren oder Sponsoren, wie z.B. Bau- und Facility Management (FM)-Unternehmen. Aber auch externe Eigenkapitalgeber bzw. Finanzinvestoren, wie offene oder geschlossene Immobilienfonds, können als Gesellschafter auftreten.

Hauptziel der zunächst als Bieterkonsortium auftretenden Privaten ist die Zuschlagserteilung auf das abgegebene Angebot. Prinzipiell ist davon auszugehen, dass ein Bieterkonsortium nur bereit ist, ein Angebot abzugeben, wenn die zu erwartenden Einnahmen der Projektgesellschaft den Schuldendienst sowie die laufenden Betriebskosten abdecken und die diskontierten Cashflows der Projektgesellschaft die Anfangsinvestition übersteigen, womit eine Mindestrendite erreichbar erscheint.<sup>213</sup> Nach Zuschlagserteilung spielt aus Sicht des privaten Auftragnehmers die Aufrechterhaltung des finanziellen Gleichgewichtes der Projektgesellschaft über den gesamten Projektverlauf eine entscheidende Rolle.<sup>214</sup>

### 2.2.2.3 Strategische Investoren

Als strategische Investoren oder Sponsoren werden Unternehmen bezeichnet, die ein unternehmerisches Interesse an einem PPP-Projekt haben, i.d.R. langfristig eingebunden sind und haftendes Eigenkapital oder Mezzanine-Kapital zu Verfügung stellen.<sup>215</sup>

Strategische Investoren sehen in der Durchführung von PPP-Projekten ein neues attraktives Geschäftsfeld und die Möglichkeit, sich durch die Erweiterung der Wertschöpfungskette oder des Angebotsspektrums von Wettbewerbern abzuheben. Sie wollen i.d.R. vorhandene Ressourcen, wie Kapital und Personal, nutzen, um Gewinne auf Basis eines langfristigen Geschäftes zu erwirtschaften.<sup>216</sup> Seit vielen Jahren bauen Unternehmen Ressourcen für den spezifischen PPP-Markt auf, in der Erwartung, dass sich dieser Markt mit einem kontinuierlichen Projektfluss entwickelt.

---

<sup>211</sup> Wird als Finanzierungsform die Forfaitierung mit Einredeverzicht gewählt, ist die Gründung einer Projektgesellschaft nicht unbedingt erforderlich.

<sup>212</sup> Die GmbH & Co. KG bietet sich als steuerlich durchlässige Gesellschaft an, wenn die Projektgesellschaft über Vermögensgegenstände verfügt, jedoch Abschreibungen oder sonstigen Aufwand steuerlich nicht nutzen kann, da sie anfänglich keine Gewinne erwirtschaftet. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 439.

<sup>213</sup> Vgl. Ditfurth, Erste Schritte NRW, 2005, S. 21f. Die Rendite ist auch vom Verhältnis des Eigenkapitals zum Fremdkapital abhängig.

<sup>214</sup> Vgl. Thommen / Achleitner, Allgemeine BWL, 2001, S. 472ff; Roggenkamp, PPP Entstehung und Funktionsweise, 1999, S. 89.

<sup>215</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 22ff; Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 25f; Eppinger / Käsewiler / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 291; Braune, Finanzierung, 2006, S. 270; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 32.

<sup>216</sup> Vgl. Zhang, Financial Viability and Capital Structure, 2005, S. 658f.

Des Weiteren streben Investoren durch den Einsatz von Eigenkapital in verschiedenen PPP-Projekten eine Diversifikation des Portfolios an. Darüber hinaus kann gerade für regional agierende Unternehmen die Dokumentation von sozialem Verantwortungsbewusstsein, sozialem Interesse und Leistungsfähigkeit ein Grund für ein PPP-Engagement sein.<sup>217</sup>

In Deutschland treten derzeit vor allem Projektentwickler, Bauunternehmen - insbesondere Bauindustrie und bauindustrieller Mittelstand<sup>218</sup> - oder Betreiber, z.B. Facility Management-Unternehmen, als Sponsoren auf dem PPP-Markt auf.<sup>219</sup> Darüber hinaus können auch Investoren mit strategischem Interesse, wie Immobilieninvestoren oder Banken, die Rolle des Sponsors bzw. strategischen Investors übernehmen.

### **Projektentwickler, Bau- und FM-Unternehmen**

Die strategischen Investoren bzw. Sponsoren aus dem Projektentwicklungs-, Bau- oder FM-Bereich verfügen i.d.R. über operative Kompetenzen und übernehmen daher operative Funktionen, wie die Planung bzw. die Entwicklung, die Errichtung, d.h. Neubau oder Sanierung, und den Betrieb (Facility Management) sowie ggf. die Verwertung. Sie leisten so einen erheblichen Beitrag zur Realisierung des Projektes, da sie ein unmittelbares betriebswirtschaftliches, finanzielles und operatives Interesse am Erfolg des Projektes haben. Durch die Bereitstellung von Eigenkapital signalisieren die Sponsoren dieses Interesse gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber, aber auch gegenüber den finanzierenden Banken.<sup>220</sup>

Ziel der Sponsoren ist es, an der langfristigen Wertschöpfung eines PPP-Projektes teilzuhaben. Entsprechend der Risikostruktur des Projektes wollen sie eine angemessene Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital erwirtschaften. Sie generieren jedoch ihre Rendite nicht allein aus dem Eigenkapitaleinsatz, sondern insbesondere auch aus Erlösen aus Bau- oder FM-Leistungen, Projektentwicklungsdienstleistungen und der Verwertung, sofern sie diese selbst übernehmen.<sup>221</sup>

Bezüglich der Höhe der Eigenkapitalbeteiligung sind Sponsoren darauf bedacht, möglichst wenig Eigenkapital in die Projektgesellschaft einzubringen, um ihre Haftung zu begrenzen, die Finanzierungskosten zu minimieren und somit die Eigenkapitalrendite zu maximieren.<sup>222</sup> Die Höhe der Beteiligung ist auch von der Größe und der Finanzkraft der Unternehmen abhängig. So verfügen deutsche Bauunternehmen über eine geringe Eigenkapitalquote,

<sup>217</sup> Vgl. Roggenkamp, PPP Entstehung und Funktionsweise, 1999, S. 89; Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 25f; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 291; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 32. Ein Beispiel für soziales Interesse ist der Kulturbahnhof in Wolfenbüttel, den ein ortsansässiges Unternehmen sanierte.

<sup>218</sup> Der Hauptverband der Deutschen Bauindustrie definiert den bauindustriellen Mittelstand über den Umsatz. Dieser liegt bei Unternehmen des bauindustriellen Mittelstandes zwischen 50 und 500 Mio. Euro pro Jahr. Vgl. Stiepelmann, Mittelständische Bauindustrie auf PPP-Kurs, 2007, S. 19.

<sup>219</sup> Die Sponsoren übernehmen in Deutschland derzeit i.d.R. auch die Rolle des Konsortialführers.

<sup>220</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 22; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 292; Braune, Finanzierung, 2006, S. 269; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 604.

<sup>221</sup> Vgl. Dittfurth, Erste Schritte NRW, 2005, S. 21f; Zhang, Financial Viability and Capital Structure, 2005, S. 658f; Hopfe / Uekötter, PPP und Eigenkapital, 2007, S. 155.

<sup>222</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 25f; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 292; Zhang, Financial Viability and Capital Structure, 2005, S. 658f.

die im Jahr 2006 bei lediglich 10,6% lag. Bauindustrieunternehmen mit über 50 Mio. Euro Umsatz pro Jahr wiesen eine durchschnittliche Eigenkapitalquote von 14,5% vor, bei mittelständischen Bauunternehmen mit unter 50 Mio. Euro jährlichem Umsatz lag diese nur bei 7,8%.<sup>223</sup> Daher wollen und können vor allem mittelständische Bauindustrieunternehmen, aber auch Baukonzerne, keine hohen Eigenkapitalquoten in PPP-Projekte einbringen.<sup>224</sup> Dies führt dazu, dass Kooperationen mit alternativen Eigenkapitalgebern von besonderer Bedeutung für die Weiterentwicklung des PPP-Marktes in Deutschland sind.<sup>225</sup>

Des Weiteren ist die Angebotsphase eines PPP-Projektes i.d.R. mit einem erheblichen finanziellen und personellen Aufwand verbunden, den nicht alle Unternehmen allein übernehmen können. Dies trifft auch auf die Erbringung bestimmter Leistungen, wie z.B. die Strukturierung komplexer Finanzierungen, zu.<sup>226</sup> Auch hier kann die Einbindung von kompetenten und finanzstarken Partnern gerade für mittelständische Unternehmen von Vorteil sein.

Darüber hinaus führt der Lebenszyklusansatz von PPP-Projekten dazu, dass Sponsoren ihr Eigenkapital über Laufzeiten von bis zu 30 Jahren binden. Bau- und FM-Unternehmen haben hinsichtlich der Haltedauer des Eigenkapitals teilweise unterschiedliche Präferenzen.<sup>227</sup> Auch diese sind von der Größe und Finanzkraft der Unternehmen abhängig. Mittelständische Unternehmen sind eher bestrebt, das Eigenkapital nach Beendigung der Bauphase aus dem Projekt zu nehmen, um sich an neuen PPP-Ausschreibungen beteiligen zu können. Betreiberunternehmen haben dagegen eher ein Interesse an einer langfristigen Bereitstellung von Eigenkapital.<sup>228</sup>

Baukonzerne sind theoretisch aufgrund stabilerer Eigenkapitalquoten nicht gezwungen, das Eigenkapital schnell aus den Projekten auszulösen. Sie haben vielmehr ein wirtschaftliches Interesse an den langfristig stabilen Renditen eines PPP-Projektes. Trotzdem kann es aufgrund unternehmenspolitischer Gründe,<sup>229</sup> der Veränderung der Risikostruktur des Projektes, der finanziellen Leistungsfähigkeit des Unternehmens oder attraktiver Angebote von Investoren<sup>230</sup> auch für Konzerne interessant sein, Gesellschaftsanteile an PPP-Projekten in einer bestimmten Phase zu veräußern.<sup>231</sup>

---

<sup>223</sup> Daten des Deutschen Sparkassen- und Giroverbandes (DSGV) durch den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie.

<sup>224</sup> Daher bevorzugen mittelständische Unternehmen auch die eigenkapitalschonende Forfaitierung mit Einredeverzicht. Siehe dazu in Kapitel 2.3.1. Zu Vorteilen dieser Finanzierungsform im Vergleich zur Projektfinanzierung aus Sicht des Mittelstandes siehe bei: Buscher / Theurer / Meyer et al., PPP für den Mittelstand, 2007, S. 167f. Der Eigenkapitalanteil sollte nicht über 10% liegen.

<sup>225</sup> Die vorliegende Arbeit liefert hierfür einen Beitrag, indem sie Immobilieninvestoren als Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen identifiziert. Siehe dazu in Kapitel 5.

<sup>226</sup> Weitere Ausführungen zur Angebotsphase finden sich in Kapitel 4.2.1.

<sup>227</sup> Dies wurde z.B. auf dem 7. Betriebswirtschaftlichen Symposium am 21. März 2007 in Weimar, auf der 7. Jahrestagung Public Private Partnership am 24. April 2007 in Frankfurt am Main und auf dem 7. Europäischen Symposium am 10. Mai. 2007 in Berlin diskutiert.

<sup>228</sup> Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2005, S. 604.

<sup>229</sup> Beispielhaft kann hier der Verkauf von drei PPP-Projekten der Bilfinger Berger BOT GmbH im Jahr 2006 genannt werden, womit die Ergebnisbelastung aus unwirtschaftlichen Verkehrsprojekten ausgeglichen wurde. Vgl. Becher, Secondary Markets, 2008, S. 41.

<sup>230</sup> So hat Hochtief PPP Solutions bspw. Anteile an einem Portfolio mit überwiegend britischen Schulprojekten an einen PFI-Spezialfonds verkauft, um Ergebnisbeiträge zu generieren.

<sup>231</sup> Vgl. Becher, Secondary Markets, 2008, S. 41.

Die Ausführungen zeigen, dass Projektentwickler, Bau- und FM-Unternehmen, insbesondere aus dem Mittelstand, vor allem bei großen Projekten daran interessiert sind, weitere Partner schon in der Angebots- und Bauphase, aber auch später in der Betriebsphase, einzubinden. Diese können sich sowohl mit Kapital als auch mit spezifischem Know-how in die Projektgesellschaft einbringen.

### **Immobilieninvestoren und Banken**

Wie oben beschrieben, können neben Projektentwicklern, Bau- und FM-Unternehmen auch andere Investoren, wie z.B. Immobilieninvestoren, also offene und geschlossene Immobilienfonds, Versicherungen und Pensionskassen, Private Equity Gesellschaften und Real Estate Investment Trusts (REITs) oder auch Banken, als strategische Investoren bei PPP-Projekten auftreten. Welche Rolle konkret für die einzelnen Immobilieninvestoren geeignet ist, wird in Kapitel 5 dargelegt.

Insbesondere Immobilieninvestoren verfügen über Immobilien-Know-how und Kompetenzen im Bereich der Finanzierung oder der Projektsteuerung und können diese in die Projektstrukturierung einbringen. Das erforderliche Know-how für die Projektentwicklung, den Bau und den Betrieb der Immobilien kann durch die Einbindung von entsprechend spezialisierten Unternehmen als Partner bzw. Gesellschafter der Projektgesellschaft erfolgen. Es ist aber auch eine Beauftragung von Nachunternehmen für die Erfüllung dieser operativen Aufgaben denkbar.

Die einzelnen Immobilieninvestoren werden in Kapitel 3 der vorliegenden Arbeit detailliert untersucht und ihr definierter Gestaltungsrahmen hergeleitet. Daraus ergibt sich dann, in welcher Form Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt auftreten können, welche PPP-Wertschöpfungsphasen für sie geeignet sind und in welche Projekte, d.h. welche PPP-Immobilienarten und welche PPP-Vertragsmodelle, sie investieren sollten. Dies wird in Kapitel 5 als Ergebnis der Arbeit ausführlich erörtert.

Auch Banken, wie z.B. die deutschen Landesbanken, können sich durch eine Beteiligung mit Eigenkapital an PPP-Projekten diesen Bereich als ein neues attraktives Geschäftsfeld erschließen.<sup>232</sup> So können über die Fremdfinanzierung hinaus zusätzliche Gewinne realisiert werden. Insbesondere öffentliche Banken, wie Landesbanken, verfügen neben umfassender Finanzierungskompetenz auch über Vorteile aufgrund ihrer regionalen Verbundenheit. Sie können im Rahmen einer integrierten Finanzierung<sup>233</sup> Fremd- und Eigenkapital aus einer Hand zur Verfügung stellen und auch zusätzliche Wertbeiträge für das PPP-Projekt, vor allem bei der Optimierung der Finanzierung, einbringen.<sup>234</sup>

---

<sup>232</sup> So hat bspw. eine deutsche Landesbank eine Diplomarbeit zu diesem Thema betreut. Vgl. Delwall, Direktinvestoren bei PPP-Immobilienprojekten, 2006.

<sup>233</sup> Das Konzept wurde erstmals von der Bank of Scotland auf dem Workshop des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie zur Eigenkapitalbeschaffung im September 2005 vorgestellt.

<sup>234</sup> Zur Gestaltung potentieller Wertbeiträge von Banken bei einer Eigenkapitalbeteiligung siehe: Delwall, Direktinvestoren bei PPP-Immobilienprojekten, 2006.

Für eine Eigenkapitalbeteiligung der Banken müssen jedoch in Deutschland noch die entsprechenden gesetzlichen Rahmenbedingungen geschaffen werden. So stellt z.B. der § 32a GmbHG, demgemäß bei gleichzeitiger Vergabe von Eigen- und Fremdkapital an ein Unternehmen im Falle einer Unternehmenskrise Darlehen den Charakter von Eigenkapital annehmen, ein Hemmnis für die integrierte Finanzierung durch eine Bank dar.<sup>235</sup>

In weiter entwickelten Märkten, wie z.B. Großbritannien,<sup>236</sup> sind diese strategischen Investoren verstärkt zu beobachten. Sie übernehmen die Konsortialführerschaft in der Angebotsphase, beteiligen sich an den Bietungskosten und spielen über die gesamte Projektlaufzeit eine entscheidende Rolle bei der Projektsteuerung und in der Geschäftsführung der Projektgesellschaft.<sup>237</sup>

### 2.2.2.4 Finanzinvestoren

Finanzinvestoren sind Eigenkapitalgeber für PPP-Projekte, die mit der Vergabe von haftendem Eigenkapital in PPP-Projekte keine unternehmerischen, sondern allein finanzielle, renditeorientierte Interessen verfolgen.<sup>238</sup> Ihr Hauptziel ist die Maximierung der für das angelegte Kapital zu erzielenden Rendite. Hinsichtlich der Höhe der Eigenkapitalbeteiligung, die Risiko-Rendite-Anforderungen sowie der Haltedauer des Eigenkapitalanteils verfolgen Finanzinvestoren entsprechend ihrer Investitionspolitik unterschiedliche Strategien.<sup>239</sup>

Finanzinvestoren erzielen in den meisten Fällen ihre Rendite einzig aus dem eingesetzten Eigenkapital. Direkte Erlöse aus Projektentwicklung, Bautätigkeit oder Facility Management-Leistungen fließen ihnen nicht zu, da sie i.d.R. keine operativen Aufgaben im Rahmen der Projektrealisierung übernehmen. Sie unterstützen jedoch ggf. die Projektgesellschaft und das Projekt gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber. Aufgrund ihrer eingehenden Prüfung des Projektes vor einer Investitionsentscheidung sowie der Kontrolle der Leistungserbringung während der Projektlaufzeit übernehmen sie die indirekte Rolle von Qualitätsprüfern.<sup>240</sup>

Finanzinvestoren agieren vor allem auf entwickelten Märkten, die einen entsprechenden Projektfluss und sichere politische Rahmenbedingungen aufweisen. Sie investieren i.d.R. in großvolumige Projekte mit angemessener Risikoallokation und Finanzierungsstruktur sowie nachhaltigen und stabilen prognostizierten Cashflows. Für Finanzinvestoren spielt auch das

---

<sup>235</sup> Vgl. § 32a GmbHG, 2007.

<sup>236</sup> Hier gibt es keine Regelung, die der des deutschen § 32a GmbH-Gesetz entspricht.

<sup>237</sup> Vgl. Finegan, PPP aus Sicht der Private Equity Group, 2005, S. 62.

<sup>238</sup> In der englischsprachigen Literatur auch als „Third Party Equity“ bezeichnet. Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 605.

<sup>239</sup> Vgl. Ye / Tiong, Government support and risk-return in BOT, 2000, S. 412; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 292f; Braune, Finanzierung, 2006, S. 269; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 32; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 604.

<sup>240</sup> Vgl. Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 292f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 33; Hopfe / Uekötter, PPP und Eigenkapital, 2007, S. 155.



Vorhandensein eines Zweitmarktes für Eigenkapitalanteile eine entscheidende Rolle, da eine „Exit-Strategie“, d.h. die Möglichkeit, Eigenkapitalanteile wieder zu veräußern, häufig eine Voraussetzung für eine Beteiligung von Finanzinvestoren darstellt.<sup>241</sup>

Immobilieninvestoren,<sup>242</sup> wie offene und geschlossene Immobilienfonds, Versicherungen und Pensionskassen, Private Equity Gesellschaften, REITs oder sonstige finanzstarke Investoren, können auch als Finanzinvestoren auftreten.<sup>243</sup> Welche Rolle für diese Investoren vorteilhaft ist, wird in den Ergebnissen dieser Arbeit in Kapitel 5 dargelegt.

### 2.2.2.5 Fremdkapitalgeber

Als Fremdkapitalgeber für ein PPP-Projekt kommen kommerzielle Banken, wie private Geschäftsbanken, Volksbanken, öffentlich-rechtliche Landesbanken und Sparkassen sowie Förderbanken,<sup>244</sup> wie z.B. Förderbanken der Länder und die KfW-Förderbank, aber auch supranationale Institutionen, wie bspw. die Europäische Investitionsbank, in Betracht.<sup>245</sup> Zunehmend interessieren sich auch Hypothekenbanken und ausländische Banken für den deutschen PPP-Markt.

Die Banken stellen das Fremdkapital i.d.R. in Form von Darlehen oder syndizierten Krediten zur Verfügung. Sie können als Vermittlerbank aber auch Anleihen emittieren, die von einer Projektgesellschaft zur Finanzierung von PPP-Projekten begeben werden und privaten oder institutionellen Investoren zur Zeichnung angeboten werden.<sup>246</sup> Fremdkapitalgeber stellen den größten Teil des Kapitals für die Finanzierung der Kosten eines PPP-Projektes bereit.<sup>247</sup>

Daneben übernehmen die Fremdkapitalgeber vor der Zuschlagserteilung auch beratende Aufgaben für die privaten Bieter. Sie prüfen die Finanzierbarkeit (bankability) des Projektes, führen Projekt- und Risikoanalysen durch und strukturieren das Finanzierungskonzept des Projektes.<sup>248</sup> So tragen sie erheblich zum Projekterfolg bei und werden daher möglichst früh in den Verhandlungsprozess einbezogen.<sup>249</sup> Auch für den öffentlichen Auftraggeber bedeutet die Prüfung der wirtschaftlichen und technischen Belastbarkeit des Projektes durch die Fremdkapitalgeber eine zusätzliche Sicherheit.<sup>250</sup>

<sup>241</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 28; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 32f; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 605.

<sup>242</sup> Detaillierte Ausführungen zu den einzelnen Investoren finden sich in Kapitel 3.

<sup>243</sup> Sie können jedoch ebenso als strategische Investoren auftreten. Vgl. Kapitel 2.2.3.3.

<sup>244</sup> Kredite der Förderbanken können als Direktkredit oder als durchgeleiteter Kredit vergeben werden. Detaillierte Ausführungen zum Förderrecht finden sich z.B. bei: BMVBS, PPP und Förderrecht, 2006; Jacob / Uhlig, PPP und Förderrecht, 2006, S. 107ff.

<sup>245</sup> Vgl. Braune, Finanzierung, 2006, S. 271ff; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 605; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 443.

<sup>246</sup> Auf die einzelnen Formen des Fremdkapitals wird in Kapitel 2.3.3.1 eingegangen.

<sup>247</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 25f; Eppinger / Käsewriter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 293; Braune, Finanzierung, 2006, S. 270; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 606. Bei der Forfaitierung mit Einredeverzicht stellen Banken bis zu 100% des erforderlichen Kapitals zu Verfügung.

<sup>248</sup> Ein Modell zur Bewertung von Krediten für PFI-Projekte entwickeln: Cheng / Chiang / Tang, Credit scoring and PFI projects, 2007, S. 1752ff.

<sup>249</sup> Die frühe Einbeziehung der Banken in den Angebotsprozess ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor für PPP-Projekte. Vgl. Tiong / Alum, Financial commitments, 1997, S. 73.

<sup>250</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 437; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 33; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 607.

Das Interesse der Fremdkapitalgeber ist es, neben Beratungs- und Strukturierungsgebühren die Kapitaldienstzahlungen durch die Projektgesellschaft vereinbarungsgemäß zu erhalten, um eine den Risiken des Projektes entsprechende Rendite für die Kapitalüberlassung zu erzielen. Dafür sichern sie sich durch vertragliche Vereinbarungen, wie Rechte und Pflichten der Projektgesellschaft, Kennzahlen, bankübliche Sicherheiten oder Eintrittsrechte bei Schlecht- und Nichtleistung der Projektgesellschaft, ab.<sup>251</sup>

Des Weiteren fordern sie in Abhängigkeit der Risikostruktur des Projektes eine Unterlegung mit Eigenkapital durch die Projektgesellschaft. Riskantere Vorhaben werden i.d.R. mit höheren Eigenkapitalquoten unterlegt als solche mit geringerem Risiko. In der Praxis wird vielfach eine 10 bis 20%ige Haftung der Projektgesellschaft mit Eigenkapital gefordert.<sup>252</sup>

Banken übernehmen - zumindest bei einer Projektfinanzierung - während der gesamten Kreditlaufzeit die Kontrolle der Leistungserbringung des Privaten, da nur bei ordnungsgemäßer Erfüllung des PPP-Vertrages durch die Projektgesellschaft die Zahlung des Leistungsentgeltes durch den öffentlichen Partner erfolgt und somit auch der erwartete Cashflow zu Abdeckung des Kapitaldienstes.<sup>253</sup> So werden die Fremdkapitalgeber aufgrund kongruenter Interessen natürliche Partner der öffentlichen Hand.

Mit zunehmender Reife von PPP-Märkten ist zu beobachten, dass Fremdkapitalgeber auch an einer Exit-Strategie für das vergebene Fremdkapital interessiert sind. So wird nach vier bis sieben Jahren Fremdkapital über Verbriefungen auf Zweitmärkten weiterverkauft, um die Bankbilanzen zu entlasten und Kapazitäten für weitere Projekte zu schaffen. Diese Refinanzierungen des Fremdkapitals können auch zu einer höheren Effizienz des Projektes beitragen, wenn verbesserte Finanzierungsbedingungen an die Fremdkapitalnehmer weitergegeben werden.<sup>254</sup>

### 2.2.2.6 Sonstige Beteiligte

Zu den sonstigen Beteiligten eines PPP-Projektes zählen bspw. Nachunternehmen und Berater. Letztere werden u.a. auf Seiten der öffentlichen Hand zur Strukturierung des Projektes hinsichtlich wirtschaftlicher, technischer und rechtlicher Fragen und insbesondere für die Erstellung der Ausschreibungsunterlagen sowie der Wirtschaftlichkeitsuntersuchung benötigt.<sup>255</sup>

---

<sup>251</sup> Kennzahlen sind z.B. Debt Service Cover Ratio (DSCR), Loan Life Cover Ration (LLCR), Project Life Cover Ratio (PLCR) Vgl. Röver, Covenants und Eigenkapitalersatz, 2003, S. 79ff; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 306. Der DSCR lag bei frühen Projekten in Großbritannien noch bei 1,5. Im Jahr 2004 hatte er sich aufgrund der Reife des Marktes und der gesammelten Erfahrungen bei 1,2 eingespielt. Vgl. Archer, Sell sell sell, 2004, S. 24.

<sup>252</sup> Vgl. Fox / Tott, PFI Handbook, 1999, S. 124; Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 26; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 293; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 33.

<sup>253</sup> Bei dieser Argumentation wird davon ausgegangen, dass der private Auftragnehmer lediglich das Verfügbarkeitsrisiko, aber nicht das Auslastungsrisiko trägt.

<sup>254</sup> Vgl. Glüder / Böhm, KfW - Innovationen im Fördergeschäft, 2003, S. 38; Archer, Guadagnuolo, One Small Step for Securitization, 2005, S. 62f; Eppinger / Käsewiter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 291; Neuhaus / Schaber, PPP und Verbriefung, 2006, S. 45ff.

<sup>255</sup> Die öffentliche Hand muss vor der Projektinitiierung definieren, welche Leistungen sie selbst erbringen kann und für welche Leistungen ein spezialisierter Berater eingebunden werden muss. Ob die Berater einzeln oder als Konsortium beauftragt werden, ist projektspezifisch zu entscheiden. Vgl. PPP Task Force, Workshop Vergabeprozess, 2005; Pols / Vollrath, Lessons learned, 2007, S. 109.

Auch auf der Seite des privaten Auftragnehmers werden rechtliche und wirtschaftliche Berater sowie bei einer Finanzierung über eine Projektfinanzierung speziell auch Finanzierungsberater von der Projektgesellschaft beauftragt. Sie übernehmen Aufgaben, die von den Sponsoren aufgrund der Komplexität eines Projektes oder aus Mangel an Ressourcen und Know-how nicht selbst erbracht werden können.<sup>256</sup> Die Berater sind vor allem an auskömmlichen Beratungshonoraren sowie einer langfristigen Begleitung des Projektes interessiert.<sup>257</sup>

Als Nachunternehmer agieren i.d.R. Bau- und FM-Unternehmen, die entweder Tochter- oder Schwesterunternehmen der Sponsoren bzw. strategischen Investoren sind, oder auch regional ansässige, mittelständische Unternehmen.<sup>258</sup> So beauftragt die Projektgesellschaft in der Bauphase zumeist ein Generalunternehmen, das für die schlüsselfertige Erstellung des Bauwerkes verantwortlich ist. Dieser Generalunternehmer vergibt die Leistungen wiederum an Nachunternehmen der einzelnen Gewerke.<sup>259</sup> Auch der Betrieb bzw. Teile der Betriebsleistung können an ein Nachunternehmen vergeben werden. Dies bietet sich insbesondere bei Leistungen mit kurzen Reaktionszeiten an, die regional verwurzelte, mittelständische Unternehmen i.d.R. schneller und damit effizienter erbringen können.<sup>260</sup>

Nachunternehmen sind vor allem an einer auskömmlichen Vergütung ihrer Leistungen und der in diesem Zusammenhang von ihnen übernommenen Risiken interessiert. Da sie i.d.R. nicht mit Eigenkapital an der Projektgesellschaft beteiligt sind, erhalten sie keine Rendite. Sie übernehmen jedoch einen Großteil operativer Risiken, die ihnen im back-to-back Prinzip von der Projektgesellschaft weitergegeben werden.<sup>261</sup>

### 2.3 Finanzierungsmodelle für PPP-Projekte

Derzeit werden bei PPP-Projekten in Deutschland zwei Finanzierungsformen angewandt. Die beiden Grundformen sind die Forfaitierung mit Einredeverzicht und die Projektfinanzierung.<sup>262</sup> Sie werden in den folgenden Kapiteln kurz beschrieben.

---

<sup>256</sup> Vgl. Böger / Boll, Financial Adviser, 2003, S. 37ff.

<sup>257</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen, 2003, S. 29.

<sup>258</sup> Zu den möglichen Rollen mittelständischer Unternehmen im PPP-Markt siehe z.B.: Heinecke, SME in the Private Realisation of Public Buildings, 2002, S. 26ff; Schaedel, PPP – mittelständische Unternehmen, 2008, S. 64ff.

<sup>259</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 34.

<sup>260</sup> So wurden z.B. bei den beiden großen Schulportfolios im Kreis Offenbach ein Großteil der Aufträge an mittelständische Unternehmen aus der Region vergeben.

<sup>261</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 34.

<sup>262</sup> Für eine ausführliche Analyse der beiden Finanzierungsformen siehe bei: Daube / Vollrath / Alfen, Comparison of financing forms, 2008. Einen Vergleich anhand einer Wirtschaftlichkeitsuntersuchung für ein konkretes Schulprojekt liefert z.B.: Reinking, Finanzierungsstrukturen, 2006.

### 2.3.1 Forfaitierung mit Einredeverzicht

Die Forfaitierung<sup>263</sup> mit Einrede-, Einwendungs- und Aufrechnungsverzichtserklärung<sup>264</sup> ist eine spezifische Form der Finanzierung von PPP-Projekten.<sup>265</sup> Dabei können durch die Kombination von Forderungsverkauf und Erklärung eines Einredeverzichts der öffentlichen Hand gegenüber der finanzierenden Bank kommunalkreditähnliche Konditionen erzielt werden.<sup>266</sup> In Deutschland wurden bisher 69 von 104 vergebenen PPP-Projekten über eine Forfaitierung mit Einredeverzicht finanziert. Dies entspricht einem Investitionsvolumen von insgesamt 1,25 Mrd. Euro, d.h. durchschnittlich etwa 18 Mio. Euro pro Projekt.<sup>267</sup>

Bei einer Forfaitierung im Rahmen eines PPP-Projektes werden die Werklohnforderungen, die aus den Leistungen des privaten Auftragnehmers an die öffentliche Hand entstehen, ganz oder zum Teil an die finanzierende Bank verkauft. Die Forfaitierung erfolgt jedoch erst mit Fertigstellung der Bauleistung. Daher wird die Bauzeit mit einer Zwischenfinanzierung in Darlehensform ergänzt und dann mit den Erlösen aus dem Forderungsverkauf abgelöst.<sup>268</sup>

Bei den derzeit in der Praxis üblichen Forfaitierungen handelt es sich zumeist um Teilforfaitierungen, bei denen lediglich die Forderungen, die sich aus der Bauleistung (Werklohnforderungen) ergeben, verkauft werden. Die Forderungen entsprechen i.d.R. dem Investitionsvolumen bzw. dem Kapaldiens für das zur Finanzierung der Investition aufgenommene Fremdkapital. Die Bank wird somit nach Fertigstellung und Abnahme der Bauleistung Forderungsgläubigerin gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber für den Bestandteil des Leistungsentgeltes, der die Bauleistung betrifft.<sup>269</sup>

Von der Forfaitierung ausgenommen sind die Forderungen, die sich aus der Erfüllung der Betriebsleistungen ergeben. Der Bestandteil des monatlichen Leistungsentgeltes, der die Betriebsleistungen betrifft, wird daher direkt vom öffentlichen Auftraggeber an den privaten Auftragnehmer ausgezahlt. In Abhängigkeit spezifischer Projekteigenschaften ist es grundsätzlich auch denkbar, Forderungen aus anderen Teilleistungen zu verkaufen.<sup>270</sup>

Mit der Einredeverzichtserklärung<sup>271</sup> verzichtet der öffentliche Auftraggeber gegenüber der finanzierenden Bank auf jegliche Einreden und Einwendungen aus dem Geschäft mit dem privaten Auftragnehmer. Einredeverzichtserklärungen werden i.d.R. auf den forfaitierten

---

<sup>263</sup> Unter Forfaitierung versteht man den Verkauf von Forderungen. Der Begriff stammt ursprünglich aus der Exportfinanzierung. Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 50.

<sup>264</sup> Im Folgenden als Forfaitierung mit Einredeverzicht bezeichnet.

<sup>265</sup> Eine ähnliche Form der Finanzierung wurde in Großbritannien mit der Credit Guarantee Finance eingeführt. Vgl. HM Treasury, Credit Guarantee Finance, 2004. Sie dazu auch bei: Holzmann, Kleine PPP-Projekte, 2006, S. 48ff. Auch in Frankreich wird die Forfaitierung mit Einredeverzicht genutzt. Vgl. Jacob / Neunzehn / Uhlig, Risikoverteilung bei Kliniken mit PPP, 2008, S. 36.

<sup>266</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 50ff; Braune, Finanzierung, 2006, S. 300; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 443ff; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 624f.

<sup>267</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie. (Stand: November 2008)

<sup>268</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 443.

<sup>269</sup> Vgl. Braune, Finanzierung, 2006, S. 301f; HDB, Memorandum Finanzierung Hochbau, 2006.

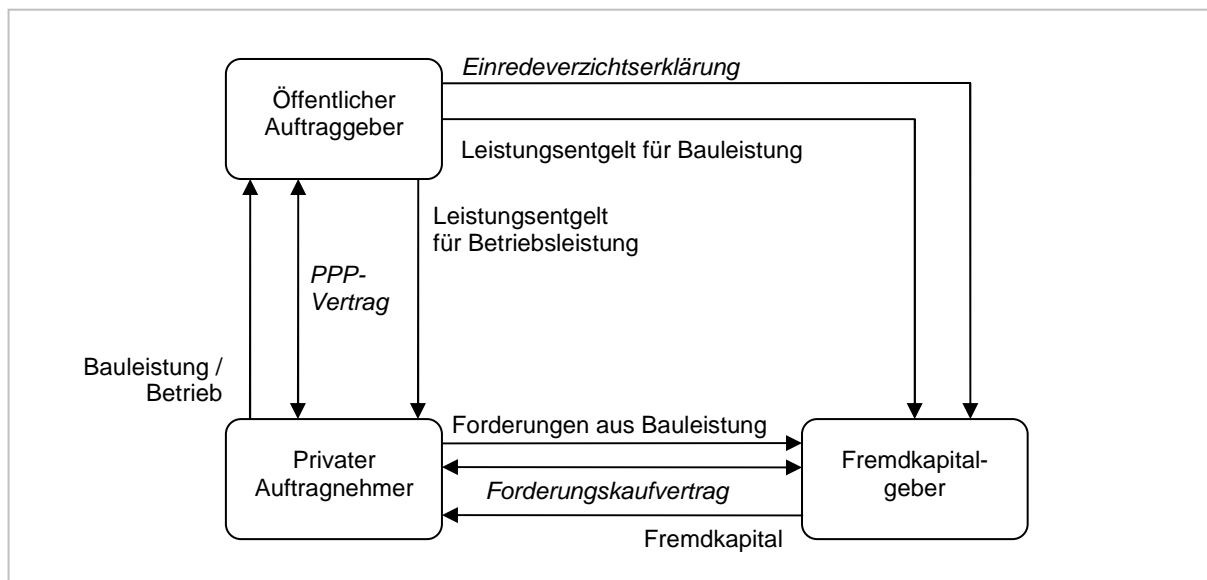
<sup>270</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 55; Eppinger / Käsewriter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 310f; Braune, Finanzierung, 2006, S. 300f.

<sup>271</sup> Ein ausführliches Muster für eine Einredeverzichtserklärung findet sich z.B. bei: Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 446f.

Teil der Leistung, d.h. zumeist die Bauleistung, abgegeben. Damit ist der öffentliche Auftraggeber verpflichtet, nach Abnahme der Bauleistung die Werklohnforderungen ohne Kürzungsmöglichkeiten nach vorher vereinbarten Zahlungsmodalitäten an die Bank zu zahlen. Er trägt in diesem Fall das Insolvenzrisiko des privaten Auftragnehmers, weshalb er i.d.R. zusätzliche Sicherheiten vom privaten Auftragnehmer in der Bauphase fordert.<sup>272</sup>

Damit geht die Bank bei einer Forfaitierung mit Einredeverzicht kein Kredit- oder Kontrahentenrisiko ein.<sup>273</sup> Sie stellt ihre Finanzierungsentscheidung vielmehr auf die Bonität des öffentlichen Auftraggebers ab. Aufgrund des noch bestehenden AAA-Ratings der öffentlichen Hand ist es so den Banken möglich, sehr günstige Kreditkonditionen zu vergeben.<sup>274</sup> Des Weiteren können somit PPP-Projekte im Rahmen einer Forfaitierung mit Einredeverzicht i.d.R. hundertprozentig über Fremdkapital finanziert werden, da keine Anforderungen an die Eigenkapitalausstattung des privaten Auftragnehmers von Seiten der Banken gestellt werden.<sup>275</sup> Vereinzelt werden Eigenkapitalsurrogate, wie z.B. nachrangige Gesellschafterdarlehen, in einer Höhe von max. 10% eingebracht.<sup>276</sup>

Die folgende Grafik zeigt die Struktur einer Forfaitierung mit Einredeverzicht:



**Abbildung 6: Struktur einer Forfaitierung mit Einredeverzicht<sup>277</sup>**

<sup>272</sup> Vgl. Eppinger / Käsewieter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 310f; Braune, Finanzierung, 2006, S. 300f; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 443f; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 624.

<sup>273</sup> Das Risiko, dass die Projektgesellschaft ihren vertraglichen Leistungsverpflichtungen nicht nachkommt und ihre Pflichten im Rahmen der Kreditvereinbarung nicht erfüllen kann. Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 20.

<sup>274</sup> Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass die Bank laut § 10 KWG i.V.m. § 13 einen Kredit an eine öffentlich-rechtliche Gebietskörperschaft nicht mit eigenem Eigenkapital unterlegen muss. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 447.

<sup>275</sup> Daher ist diese Finanzierungsform insbesondere für kleine, weniger risikoreiche PPP-Projekte und für den Mittelstand geeignet. Vgl. HDB, Memorandum Finanzierung Hochbau, 2006; Buscher / Theurer / Meyer et al., PPP für den Mittelstand, 2007, S. 167f. Zu kleinen PPP-Projekten siehe z.B.: Geithner, Kleine PPP-Projekte, 2006.

<sup>276</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 57f.

<sup>277</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 54; Eppinger / Käsewieter / Miksch, Bedeutung Finanzierung, 2005, S. 311; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 445.

### 2.3.2 Projektfinanzierung

Die Projektfinanzierung ist die international üblichste Form der Finanzierung von PPP-Projekten.<sup>278</sup> In Deutschland wurden bisher 22 von insgesamt 104 Projekten im Rahmen einer Projektfinanzierung finanziert. Das Investitionsvolumen beläuft sich hier auf insgesamt 1,54 Mrd. Euro, d.h. etwa 70 Mio. Euro pro Projekt.<sup>279</sup>

Unter Projektfinanzierung wird die Finanzierung einer wirtschaftlich abgrenzbaren, sich selbst finanzierenden Einheit verstanden. Im Gegensatz zur herkömmlichen Unternehmensfinanzierung erfolgt bei der Projektfinanzierung die Kreditvergabe nicht allein in Abhängigkeit von der Bonität des Kreditnehmers, sondern orientiert sich vor allem an den prognostizierten Zukunftsaussichten des geplanten Investitionsvorhabens.<sup>280</sup>

Ein wesentliches Merkmal der Projektfinanzierung ist, dass die Beurteilung der Finanzierbarkeit des Projektes auf den zu erwartenden Zahlungsströmen, den Cashflows, beruht. So bildet die Fähigkeit des Projektes, einen zur Deckung des Kapitaldienstes, der Betriebskosten und der Eigenkapitalverzinsung ausreichenden Cashflow zu erwirtschaften, die Grundlage für die Finanzierungsentscheidung sowie die Konditionsgestaltung der Kreditgeber.<sup>281</sup> Zusätzlich muss die Projektgesellschaft jedoch auch wirtschaftlich und technisch in der Lage sein, die vertraglichen Verpflichtungen nachhaltig zu erfüllen.<sup>282</sup>

In der Literatur wird häufig die bilanzexterne Finanzierungswirkung als Argument für eine Projektfinanzierung aufgeführt.<sup>283</sup> Die externen Rechnungslegungsvorschriften der meisten Staaten, i.d.R. die International Financial Reporting Standards (IFRS), wirken jedoch den bilanzexternen Finanzierungseffekten entgegen, da Mehrheitsbeteiligungen in der Bilanz ausgewiesen werden müssen.<sup>284</sup>

Ein weiteres Charakteristikum der Projektfinanzierung ist, dass eigens für die Realisierung des Projektes eine Projektgesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit gegründet wird. Die Haftung der Projektinitiatoren ist dadurch zunächst auf Kapital- und Sacheinlagen begrenzt,

---

<sup>278</sup> Die Bedeutung der Projektfinanzierung zur Finanzierung großer Infrastrukturmaßnahmen steigt international stetig. Vgl. Esty, *Why Study large Projects*, 2004, S. 214. Zur internationalen Praxis siehe z.B.: Finnerty, *Project Financing*, 1996; Esty, *Modern Project Finance*, 2004.

<sup>279</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>280</sup> Vgl. Tytko, *Grundlagen der Projektfinanzierung*, 1999, S. 7ff; Merna / Njiru, *Financing Infrastructure*, 2002, S. 5; Yescombe, *Project Finance*, 2002, S. 6; Eppinger / Käsewiter / Miksch, *Bedeutung Finanzierung*, 2005, S. 300f; Braune, *Finanzierung*, 2006, S. 289; Weber / Alfen / Maser, *Projektfinanzierung und PPP*, 2006, S. 26ff; Weber / Moß / Bachhuber, *Finanzierung*, 2006, S. 608. Im Wortlaut des Financial Accounting Standard No. 47: „A financing of a particular economic unit in which a lender is satisfied to look initially to cash flow and earnings of that economic unit as the source of funds from which a loan will be repaid and to the asset of the economic unit as collateral for the loan.“ Vgl. Nevitt / Fabozzi, *Project financing*, 2000, S. 3. Zur Ausgestaltung von PPP-Projektfinanzierungen siehe z.B. bei: Siebel / Röver / Knüttel, *Rechtshandbuch Projektfinanzierung und PPP*, 2008.

<sup>281</sup> Zu Beurteilung der Kreditfähigkeit eines Projektes werden umfassende Due Diligence Prüfungen durch die Banken vorgenommen. Siehe dazu z.B.: Finnerty, *Project Financing*, 1996, S. 110ff; Backhaus / Schulte Lünzum / Werthschulte, *Simulationsverfahren*, 2003, S. 169ff; Erner / Olinger / Werthschulte, *Realloptionsansatz*, 2003, S. 223ff; Kuttig / Matthes, *Bonitätseinschätzung*, 2003, S. 193ff; Cheng / Chiang / Tang, *Credit scoring and PFI projects*, 2007, S. 1753.

<sup>282</sup> Vgl. Tytko, *Grundlagen*, 2003, S. 13; Weber / Alfen / Maser, *Projektfinanzierung und PPP*, 2006, S. 26; Weber / Moß / Bachhuber, *Finanzierung*, 2006, S. 609.

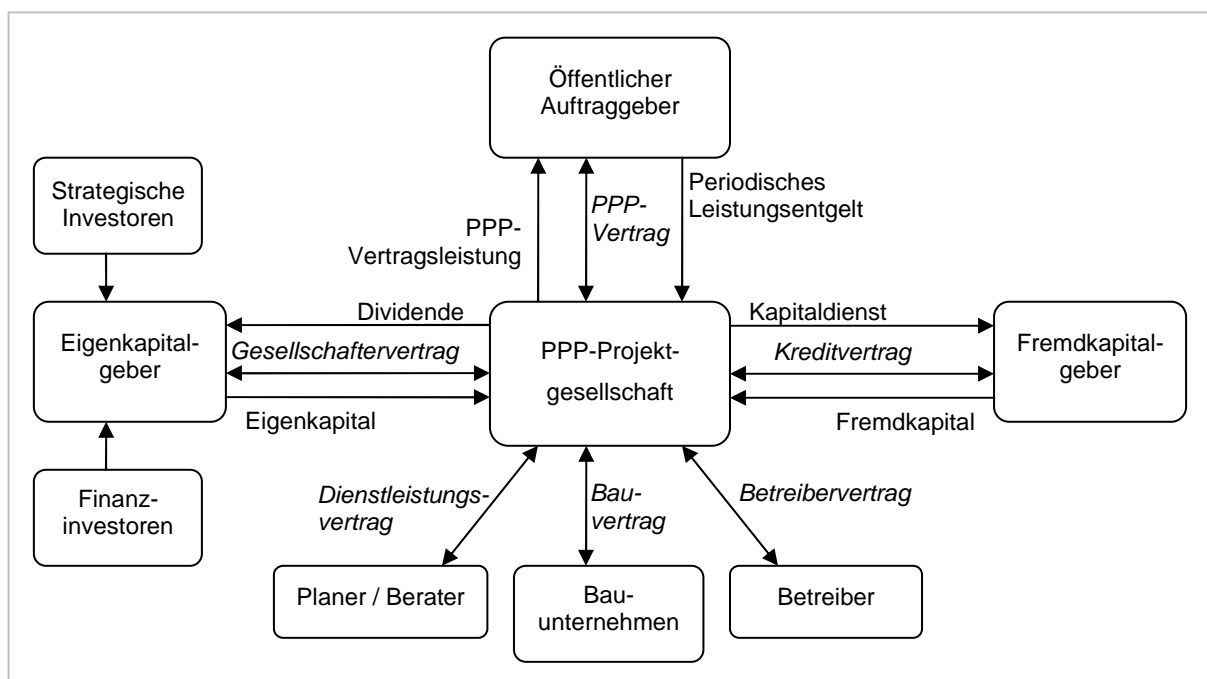
<sup>283</sup> Vgl. Merna / Dubey *Financial Engineering*, 1998, S. 16; Reuter / Wecker, *Projektfinanzierung*, 1999, S. 15; Nevitt / Fabozzi, *Project financing*, 2000, S. 3.

<sup>284</sup> Vgl. Tytko, *Grundlagen der Projektfinanzierung*, 1999, S. 11ff; Weber / Alfen / Maser, *Projektfinanzierung und PPP*, 2006, S. 28.

so dass die Fremdkapitalgeber keinen Rückgriff auf die Projektspensoren und ihr übriges Vermögen nehmen können (Non Recourse Financing). In der Praxis ist es jedoch üblich, zeitlich begrenzte Garantien (z.B. Fertigstellungsgarantie) oder Bürgschaften, die dem Risiko des Projektes angepasst sind, bereitzustellen (Limited Recourse Financing).<sup>285</sup>

Bei der Projektfinanzierung übernehmen die Kreditgeber vor allem das Kredit- und Kontrahentenrisiko. Daher fordern sie von der Projektgesellschaft eine Unterlegung mit Eigenkapital entsprechend dem Risiko des Projektes.<sup>286</sup> Des Weiteren werden Finanzkennzahlen, wie z.B. Debt Service Cover Ratio (DSCR), vereinbart sowie Rechte und Pflichten der Projektgesellschaft definiert.<sup>287</sup> Grundsätzlich erfolgt die Risikoverteilung nach der individuellen Risikomanagementfähigkeit der Projektbeteiligten (risk sharing principle), was einem wichtigen Grundprinzip von PPP-Projekten entspricht.<sup>288</sup>

Die folgende Grafik zeigt die Struktur der Projektfinanzierung:



**Abbildung 7: Struktur einer Projektfinanzierung**<sup>289</sup>

<sup>285</sup> Vgl. Merna / Dubey, Financial Engineering, 1998, S. 16; Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 13ff; Yescombe, Project Finance, 2002, S. 7f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 27.

<sup>286</sup> Vgl. Schaufelberger / Wipadapisut, Financing Strategies, 2003, S. 210ff; Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 20. In der Praxis sind Eigenkapitalquoten von 10% bis 20% üblich. Vgl. Fox / Tott, PFI Handbook, 1999, S. 124; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 472. Zum Einfluss der institutionellen Umgebung auf die Fremdfinanzierungsfähigkeit eines Projektes siehe z.B.: Devapriya / Alfen, Debt capacity, 2004.

<sup>287</sup> Zu den typischen Sicherungsinstrumenten in der Projektfinanzierung siehe z.B.: Röver, Covenants und Eigenkapitalersatz, 2003, S. 79ff; Sester, Projektfinanzierungsvereinbarungen, 2004, S. 45ff.

<sup>288</sup> Vgl. Finnerty, Project Financing, 1996, S. 9; Reuter / Wecker, Projektfinanzierung, 1999, S. 15ff; Tytko, Grundlagen, 2003, S. 13; Braune, Finanzierung, 2006, S. 289; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 27.

<sup>289</sup> In Anlehnung an: Tytko, Grundlagen, 2003, S. 13; Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 18; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 31.

Da die Projektfinanzierung - im Gegensatz zur Forfaitierung mit Einredeverzicht - die Finanzierungsvariante ist, bei der neben Fremdkapital auch Eigen- oder Mezzanine-Kapital von den Sponsoren und Finanzinvestoren in die Projekte eingebracht werden müssen, beziehen sich die folgenden Ausführungen der Arbeit auf diese Form der Finanzierung.

### 2.3.3 Kapitalarten für PPP-Projekte

Die Einbindung unterschiedlicher Kapitalarten und -quellen erfolgt in Abhängigkeit vielfältiger projektspezifischer Faktoren, wie z.B. Projektvolumen oder Risikoverteilung,<sup>290</sup> aber auch entsprechend der individuellen Risiko-Rendite-Erwartung der jeweiligen Kapitalgeber. Die verschiedenen Formen von Fremd-, Eigen- und Mezzanine-Kapital werden im Folgenden erläutert.<sup>291</sup>

#### 2.3.3.1 Formen des Fremdkapitals für PPP-Projektfinanzierungen

Fremdkapital kann klassisch als **Kredit** vergeben werden.<sup>292</sup> Bei der Vergabe mehrerer Kredite durch verschiedene Banken werden zumeist auch verschiedene Kreditverträge geschlossen. Zur Abstimmung dieser Verträge untereinander wird ein Konsortialvertrag, auch als Intercreditor Agreement bezeichnet, zwischen den einzelnen Banken geschlossen.<sup>293</sup> Die Kredite werden mit Sicherungsinstrumenten, z.B. Eigenkapital, Bürgschaften oder Garantien, abgesichert. Kredite können auch durch Versicherungen abgesichert werden.<sup>294</sup> Die Besicherung über Grundpfandrechte kann nur bei PPP-Vertragsmodellen erfolgen, bei denen das Eigentum am Grundstück beim Privaten liegt.<sup>295</sup> Bei einem **syndizierten Kredit** übernehmen ein oder zwei Banken die Rolle des Arrangeurs. Sie verhandeln und strukturieren den Kreditvertrag, der dann unter mehreren Banken aufgeteilt wird.<sup>296</sup>

Außerdem kann die Fremdfinanzierung von PPP-Projekten auch über die Emission von **Anleihen** erfolgen.<sup>297</sup> Dabei werden Forderungspapiere privaten oder institutionellen Investoren zur Zeichnung angeboten. Anleihen können entweder mit festem oder variablem Zinssatz ausgestaltet sein, sie haben eine vereinbarte Laufzeit und Tilgungsmodalitäten, die

---

<sup>290</sup> Umfassende Aufstellungen von Finanzierungsinstrumenten und Finanzierungsstrategien, die bei bestimmten Projektaktivitäten und Risiken angewandt werden sollten, liefern z.B.: Khu, Financial instruments and risks, 2002; Merna / Khu, Financial Instruments, 2003; Schaufelberger / Wipadapisut, Financing Strategies, 2003.

<sup>291</sup> Auf die Eigenschaften der verschiedenen Kapitalarten wird in Kapitel 2.1.5 eingegangen.

<sup>292</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 143f.

<sup>293</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 443. Gestaltungsempfehlungen zu solchen Vereinbarungen finden sich z.B. bei: Sester, Projektfinanzierungsvereinbarungen, 2004.

<sup>294</sup> Man spricht dabei von „Wrapping“. Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 626.

<sup>295</sup> Bei Vertragsmodellen, bei denen das Eigentum des Grundstückes beim öffentlichen Auftraggeber liegt, müsste dieser eine Grundsuld für den privaten Auftragnehmer bestellen, was praktisch kaum umsetzbar ist. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 442f.

<sup>296</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 475; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 145ff.

<sup>297</sup> Anleihen werden auch als „Bonds“ bezeichnet. Vgl. Merna / Njiru, Financing Infrastructure, 2002, S. 34; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 452; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 147f; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 602. Bonds können entsprechend ihrer Ausgestaltung in Junk bonds, Floating rate bonds, Deep discount bonds, Income bonds und Euro bonds, unterschieden werden. Siehe dazu ausführlich z.B. bei: Schierenbeck, Betriebswirtschaftslehre, 1989, S. 389f; Khu, Financial instruments and risks, 2002, S. 65f; Merna / Njiru, Financing Infrastructure, 2002, S. 42.



in den Emissionsbedingungen bekannt gegeben werden. Da ein gewisses Risiko besteht, ob das gesamte Anlagevolumen platziert werden kann, kaufen Banken nicht platzierte Teile der Anleihe selbst auf und geben damit eine gewisse Platzierungsgarantie.<sup>298</sup>

Man kann zwischen dem öffentlichen Verkauf von Anleihen an der Börse (Public Placement) und Privatplatzierungen (Private Placement) für einen bestimmten Kreis von meist institutionellen Investoren unterscheiden.<sup>299</sup> Je nach Risikogehalt des Projektes und Risikobereitschaft der Kapitalmarktinvestoren werden Anleihen schon vor der Bauphase, d.h. mit Fertigstellungsrisiko, oder erst nach Beendigung der Bauphase emittiert.<sup>300</sup>

Da die Emission mit erheblichen Kosten<sup>301</sup> verbunden ist, eignen sich Anleihen erst ab einem hohen Finanzierungsvolumen von etwa 100 Mio. Euro. Anleihen können Laufzeiten von bis zu 30 Jahren aufweisen<sup>302</sup> und es können aufgrund der größeren Investorengruppe häufig geringe Fremdkapitalkosten erzielt werden. Ein Nachteil der Anleihefinanzierung ist die geringe Flexibilität. So steht das Geld der emittierten Anleihen i.d.R. in voller Höhe am Anfang der Bauphase zur Verfügung. Häufig wird es jedoch bei langen Bauzeiten nicht sofort benötigt.<sup>303</sup> Mittlerweile sind aber auch flexiblere Anleihestrukturen möglich, die entsprechend des Baufortschritts Fremdkapital liefern.<sup>304</sup>

Des Weiteren ist z.B. eine frühere Rückzahlung einer Anleihe oder eine Änderung der Zins- und Tilgungsstruktur nur möglich, wenn dies in den Emissionsprospekten vereinbart wurde.<sup>305</sup> Der häufig genannte Nachteil, dass bei einer Anleihe keine Kontrolle der Kreditgeber erfolgt, kann mittlerweile ausgeräumt werden. So nehmen die emittierenden Banken, wie im Falle einer Kreditfinanzierung ein Monitoring durch Kennzahlen vor und installieren ein Frühwarnsystem.

Herkömmliche Anleihen können auch zusätzlich versichert werden.<sup>306</sup> Für diese **versicherten Anleihen** stehen in entwickelten PPP-Märkten wie Großbritannien so genannte Monoline-Versicherungen zur Verfügung. Sie versichern das Ausfallrisiko der ausgegebenen Anleihen und haften damit für die Erfüllung der Zahlungsverpflichtungen aus

<sup>298</sup> Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 602.

<sup>299</sup> Weitere Ausführungen zur Privatplatzierung von Anleihen für PPP-Projekte finden sich bei: Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 147f; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 628.

<sup>300</sup> Zu möglichen Auswirkungen von PPP-Finanzierungen über den Kapitalmarkt siehe z.B.: Walther, Finanzierung und Risikotransfer, 2006.

<sup>301</sup> Dazu zählen Kosten für die Erstellung und Prüfung des Prospektes, Platzierungskosten, Kosten für ein externes Rating oder Kosten der Kapitalmarktpflege. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 452; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 603.

<sup>302</sup> In der Vergangenheit waren die Laufzeiten von Krediten eher kürzer, derzeit können jedoch auch lange Kreditlaufzeiten am Markt erhalten werden.

<sup>303</sup> Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 603.

<sup>304</sup> Solch eine multiple „draw down structure“ wurde bei dem PPP-Projekt Protonentherapiezentrum in Essen angewandt. Bei diesem Projekt wurde die Finanzierung erstmals in Deutschland über Bonds realisiert. Vgl. Neuhaus / Schaber, PPP und Verbriefung, 2006, S. 45f.

<sup>305</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 147f; Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 603.

<sup>306</sup> Versicherte Anleihen werden auch als „Wrapped Bonds“ bezeichnet. Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 626.

der Emission der Anleihen.<sup>307</sup> Rating-Agenturen versehen deswegen die Anleihe mit einem Rating, das dem der Versicherer entspricht und das i.d.R. höher ist als das Rating des dahinter liegenden PPP-Projektes.

So können bei einer versicherten Anleihe die Risikoaufschläge und damit der Zinssatz verringert werden. Diese Verringerung gelingt allerdings nur, wenn die zu zahlende Versicherungsprämie<sup>308</sup> plus Anleihekosten für die versicherte Anleihe günstiger ist als die Anleihekosten für eine nicht versicherte Anleihe.<sup>309</sup>

Des Weiteren stellen die Banken, zur kurzfristigen Fremdfinanzierung, z.B. in der Bauphase eines PPP-Projektes, häufig flexible Kredite zur Verfügung.<sup>310</sup>

### 2.3.3.2 Formen des Eigenkapitals für PPP-Projektfinanzierungen

Eigenkapital kann im Rahmen der Innenfinanzierung, d.h. resultierend aus innerbetrieblichen Umsatzprozessen etwa durch Einbehalt von Gewinnen,<sup>311</sup> oder im Rahmen der Außenfinanzierung, d.h. ohne dass betriebliche Prozesse dazu notwendig sind, z.B. in Form von Beteiligungskapital von externen Kapitalgebern, bereitgestellt werden.<sup>312</sup> Im Folgenden werden die Möglichkeiten der Außen-Eigenkapitalfinanzierung betrachtet.

Das **Stammkapital** ist die von den Gesellschaftern einer Projektgesellschaft eingezahlte Eigenkapitaleinlage.<sup>313</sup> Hier übernimmt das Eigenkapital Gründungsfunktion; da der Gesetzgeber, z.B. für eine GmbH, eine Mindestkapitalausstattung vorschreibt, die bei Gründung der Gesellschaft aufgebracht werden muss.<sup>314</sup>

Das Stammkapital darf nicht unter die im Gesellschaftervertrag festgelegte Höhe sinken. Somit kommt dem Stammkapital eine gewisse Ausschüttungssperrfunktion zu. Darüber hinaus legt die jeweilige Höhe des Anteils am Stammkapital die Verteilung der Rechte unter den Gesellschaftern fest. Das Stammkapital hat jedoch keine Sicherungsfunktion im Sinne eines Bar-Depots, vielmehr wird es i.d.R. in den Aufbau und die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes der Gesellschaft investiert.<sup>315</sup>

---

<sup>307</sup> In Großbritannien wurde ein Instrument entwickelt, nach dem Wertpapiere gegen das Risiko der frühzeitigen Beendigung der PPP-Vertragslaufzeit durch den öffentlichen Auftraggeber abgesichert werden. Vgl. HM Treasury, Spens Clause, 2006.

<sup>308</sup> Zumeist können Versicherungen aufgrund der Unvollständigkeit des Marktes und damit einhergehenden Informations- und Größenvorteilen günstigere Risikokosten bieten als Investoren.

<sup>309</sup> Vgl. Weber / Moß / Bachhuber, Finanzierung, 2006, S. 626f.

<sup>310</sup> Zu nennen sind hier aber auch Lieferanten- und Abnehmerkredite. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 148f.

<sup>311</sup> Dabei kann in Einbehalt von ausgewiesenen (offene Selbstfinanzierung) und nicht ausgewiesenen Gewinnen (stille Selbstfinanzierung) sowie Finanzierung aus Vermögensumschichtungen, z.B. Sale and Lease back, oder die Finanzierung aus Abschreibungsgegenwerten, unterschieden werden. Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 13.

<sup>312</sup> Vgl. Spremann, Investition und Finanzierung, 1991, S. 303.

<sup>313</sup> Drukarczyk spricht auch von Eigenfinanzierung. Vgl. Drukarczyk, Finanzierung junger Unternehmen, 2003, S. 95.

<sup>314</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 86.

<sup>315</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 439f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 138f. Eine Sponsorverpflichtungserklärung (Sponsor Support Letter) stellt neben dem eingebrachten Eigenkapital eine Unterstützungsmaßnahme dar. Vgl. Sester Projektfinanzierungsvereinbarungen, 2004, S. 80f.

Eigenkapital kann bei nichtemissionsfähigen Unternehmen jedoch auch in Form von **Beteiligungskapital** bereitgestellt werden.<sup>316</sup> Dabei wird der bisherige Kreis der Eigenkapitalgeber der Projektgesellschaft durch neu hinzutretende Kapitalgeber, wie bspw. Finanzinvestoren, erweitert. Das Eigenkapital aus direkten Beteiligungen übernimmt Haftungsfunktion und schützt Gläubiger im Konkursfall vor einem teilweisen oder gänzlichen Verlust ihrer Forderungen.<sup>317</sup>

### 2.3.3.3 Formen des Mezzanine-Kapitals für PPP-Projektfinanzierungen

Bei sehr großen PPP-Projekten werden eventuell auftretende Finanzierungslücken mit Mezzanine-Kapital gefüllt. Mezzanine-Kapital kann sowohl von Sponsoren und Finanzinvestoren als auch von Banken oder über den Kapitalmarkt zur Verfügung gestellt werden. Bedeutender Vorteil des Mezzanine-Kapitals ist die Flexibilität hinsichtlich der Ausgestaltung der Finanzierungsbedingungen.<sup>318</sup>

Grundsätzlich kann man zwischen fremdkapitalähnlichem (Debt Mezzanine Capital) und eigenkapitalähnlichem Mezzanine-Kapital (Equity Mezzanine Capital) unterscheiden. Zu den fremdkapitalähnlichen Instrumenten zählen nachrangige, festverzinsliche Darlehen und typische stille Beteiligungen. Unter eigenkapitalähnlichem Mezzanine-Kapital fasst man partiarische Darlehen, atypische stille Beteiligungen, Genussscheine und Options- und Wandelanleihen zusammen.<sup>319</sup>

Mezzanine-Kapital kann von einzelnen Kapitalgebern in Form von **nachrangigen Darlehen**<sup>320</sup> zur Verfügung gestellt werden. Dabei handelt es sich um Kapital, das mit einer festen Verzinsung zurückgezahlt wird. Die Zurückzahlung erfolgt nachrangig, d.h. erst wenn alle nicht nachrangigen Fremdkapitalgeber bedient wurden. Auch die Besicherung der Mezzanine-Darlehen erfolgt nachrangig, ebenso wie die Ansprüche bei Nichteinhaltung von Covenants.<sup>321</sup>

Das Gesellschafterdarlehen ist eine Form des nachrangigen Darlehens, das der Projektgesellschaft von den Gesellschaftern i.d.R. unbefristet zur Verfügung gestellt wird. Die Verzinsung erfolgt in Abhängigkeit des Gewinns. Die Tilgung des Gesellschafterdarlehens erfolgt erst bei Beendigung des Darlehensvertrages. Für Gesellschafterdarlehen werden i.d.R. Rangrücktritte mit den Gläubigern vereinbart, die implizieren, dass keine Zahlungen

<sup>316</sup> Im Falle der Finanzierung von risikoreichen, noch nicht etablierten Unternehmen spricht man hier auch von Venture Capital. Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 292.

<sup>317</sup> Vgl. Spremann, Investition und Finanzierung, 1991, S. 351f. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 86; Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 287; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 139.

<sup>318</sup> Vgl. Braune, Finanzierung, 2006, S. 268f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 142.

<sup>319</sup> Eine weitere Möglichkeit der Differenzierung ist in nicht-handelbare und kapitalmarktorientierte Instrumente. Vgl. Link, Mezzanine-Kapital, 2002, S. 15; Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 15; Jacob / Stuhr, Finanzierung Bauwirtschaft, 2006, S. 59f.

<sup>320</sup> Vgl. § 488 BGB, 2007.

<sup>321</sup> Vgl. Link, Mezzanine-Kapital, 2002, S. 18; Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 15; Braune, Finanzierung, 2006, S. 268f; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 449.

auf das Gesellschafterdarlehen geleistet werden dürfen, bevor alle Verbindlichkeiten der Projektgesellschaft erfüllt wurden.<sup>322</sup> Im Fall der Insolvenz werden Gesellschafterdarlehen wie haftendes Eigenkapital behandelt.<sup>323</sup>

Ein Mezzanine-Kapitalgeber, der im Hintergrund bleiben will, kann sich auch an einer **stillen Gesellschaft** beteiligen. Dafür wird als Innengesellschaft eine Personengesellschaft gegründet. Der stille Gesellschafter erbringt eine Einlage, die Teil des Vermögens der Projektgesellschaft wird. Dafür erhält er eine Beteiligung an zukünftigen Gewinnen. Eine Verlustbeteiligung wird hier im Gegensatz zur atypisch stillen Beteiligung ganz ausgeschlossen. Die stille Beteiligung wird, sofern keine weiteren Rechte eingeräumt werden, steuerrechtlich wie ein Darlehen behandelt.<sup>324</sup>

Ein **partiarisches Darlehen** ist eine Form des Mezzanine-Darlehens, bei dem eine gewinnabhängige und eine gewinnunabhängige Zinszahlung kombiniert werden. Es erfolgt jedoch keine Beteiligung an Verlusten. Rechtlich gesehen handelt es sich um Fremdkapital. Zusätzlich kann ein „Equity-Kicker“ vereinbart werden. Dabei handelt es sich um ein Optionsrecht auf den Erwerb von Gesellschaftsanteilen. Damit wird der Kapitalgeber nicht nur am operativen Gewinn, sondern auch an der Wertsteigerung des Unternehmens beteiligt, weshalb das überlassene Kapital steuerrechtlich als Eigenkapital qualifiziert wird.<sup>325</sup>

Im Gegensatz zur stillen Gesellschaft ist bei der **atypisch stillen Gesellschaft** der stille Gesellschafter an den stillen Reserven beteiligt, hat also Anspruch auf mögliche Liquiditätsüberschüsse und trägt auch einen Anteil an auftretenden Verlusten. Er hat damit die gleiche rechtliche Stellung wie ein Gesellschafter. Werden auch die gleichen Kontroll-, Veto-, Zustimmungs- und Informationsrecht eingeräumt, hat dies die steuerliche Einstufung als Eigenkapital zur Folge, da der stille Gesellschafter bei einer solchen Gestaltung und Übernahme unternehmerischer Risiken Mitunternehmercharakter aufweist.<sup>326</sup>

Mezzanine-Kapital kann auch über **Genussrechte**<sup>327</sup> eingeworben werden, die Beteiligungen am Reingewinn oder am Liquidationserlös verbriefen. Genussrechte werden von einer GmbH oder einer Aktiengesellschaft entweder an schon beteiligte Gesellschafter oder Dritte ausgegeben. Dabei verschmelzen Eigen- und Fremdkapitalcharakter stark miteinander. So wird dem Unternehmen zwar Haftungskapital zur Verfügung gestellt, die rechtliche Stellung entspricht jedoch der eines Fremdkapitalgebers ohne Mitgliedschaftsrechte, aber mit

---

<sup>322</sup> Vgl. Drukarczyk, Finanzierung, 2003, S. 9f; Perridon / Steiner, Finanzwirtschaft, 2007, S. 412. Es wird z.B. vereinbart, dass nur bei Einhaltung vorgegebener Kennzahlen, z.B. DSCR > 1,2, Zahlungen an die Gesellschafter erfolgen dürfen. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 441.

<sup>323</sup> Vgl. § 32 GmbHG, 2007; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 440; Perridon / Steiner, Finanzwirtschaft, 2007, S. 412.

<sup>324</sup> Vgl. Link, Mezzanine-Kapital, 2002, S. 19; Oldenbourg / Preisenberger, Stille Beteiligung, 2004, S. 140ff; Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 15f; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 449; Perridon / Steiner, Finanzwirtschaft, 2007, S. 353.

<sup>325</sup> Vgl. Link, Mezzanine-Kapital, 2002, S. 21; Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 15f; von Einem / Schmid, Private Debt, 2004, S. 151; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 451.

<sup>326</sup> Vgl. § 32 GmbHG, 2007; Oldenbourg / Preisenberger, Stille Beteiligung, 2004, S. 140ff; Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 16; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 451; Perridon / Steiner, Finanzwirtschaft, 2007, S. 353.

<sup>327</sup> Sind diese als Kapitalmarktpapiere ausgestaltet, werden sie Genussscheine bezeichnet. Vgl. Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 16; Perridon / Steiner, Finanzwirtschaft, 2007, S. 413f.

schuldrechtlichen Informationsrechten. Die Ausgestaltung von Genussrechten ist gesetzlich nicht geregelt. Daher bedarf es komplexer vertraglicher Regelungen, mit denen aber attraktive finanzielle Konditionen vereinbart werden können.<sup>328</sup>

Zu den kapitalmarktorientierten Instrumenten zählen **Options- und Wandelanleihen**, die durch ein Options- bzw. Wandlungsrecht auf Eigenkapital der Projektgesellschaft charakterisiert sind. Die Verzinsung kann dabei fest oder variabel sein.

**Optionsanleihen** werden von Aktiengesellschaften emittiert. Sie verbriefen das Recht, innerhalb eines festgelegten Optionszeitraumes eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem festgelegten Preis zu kaufen.<sup>329</sup>

Bei **Wandelanleihen** wird dem Gläubiger das Recht gewährt, seinen Anspruch auf Rückzahlung des Nennbetrages in eine bestimmte Zahl von Aktien zu einem festgelegten Tauschpreis und im Rahmen einer Frist zu wandeln, wodurch er die Stellung eines Eigenkapitalgebers einnimmt.<sup>330</sup> Diese Finanzierungsinstrumente kommen lediglich für Aktiengesellschaften sowie für das PPP-Konzessionsmodell, bei dem der private Partner auch Auslastungs- bzw. Marktrisiken übernimmt und so Chancen auf zusätzliche Gewinne bestehen, in Betracht.<sup>331</sup>

Im Rahmen des Financial Engineerings bei PPP-Projekten werden weitere spezifische Finanzierungsinstrumente, z.B. zur Minimierung von Finanzierungsrisiken, angewandt.<sup>332</sup> Auf diese Instrumente wird im Rahmen dieser Arbeit nicht weiter eingegangen.<sup>333</sup>

Die Investition der beschriebenen Formen des Mezzanine-Kapitals geht aus Sicht eines Investors mit einem jeweils unterschiedlichen erforderlichen Gestaltungsrahmen einher. Dieser ist von der konkreten Ausgestaltung des Instrumentes abhängig und beeinflusst die Eignung der Investoren zur Vergabe von Mezzanine-Kapital im Rahmen einer Beteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft.<sup>334</sup> Die Beteiligung mit Mezzanine-Kapital wird in Kapitel 4.4 als eine der möglichen Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt näher erörtert.

## 2.4 Zusammenfassung des zweiten Kapitels

Im vorangegangenen Kapitel 2 wurden die theoretischen Grundlagen der Neuen Institutionenökonomik sowie von Public Private Partnerships allgemein und der Finanzierung von PPP-Projekten im Speziellen dargelegt.

<sup>328</sup> Vgl. Link, Mezzanine-Kapital, 2002, S. 21; Rudolph, Mezzanine-Kapital, 2004, S. 16; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 452.

<sup>329</sup> Das Optionsrecht besteht zusätzlich zum Recht, die Rückzahlung des Nennbetrages und der Zinsen zu fordern. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 451. Perridon / Steiner, Finanzwirtschaft, 2007, S. 395.

<sup>330</sup> Vgl. Schierenbeck, Betriebswirtschaftslehre, 1989, S. 388; Link, Mezzanine-Kapital, 2002, S. 22; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 451.

<sup>331</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 451.

<sup>332</sup> Dazu zählen z.B. forwards, futures, swaps und options. Vgl. Merna / Dubey, Financial Engineering, 1998, S. 89; Akintoye, Risk Assessment and Management of PFI Projects, 2001, S. 22; Khu, Financial instruments and risks, 2002, S. 87ff.

<sup>333</sup> Eine ausführliche Behandlung des Themas mit Bezug auf PPP-Projekte findet sich z.B. bei: Henschel-Bätz, Financial Engineering, 2000; Khu, Financial instruments and risks, 2002.

<sup>334</sup> Siehe dazu ausführlich in Kapitel 4.4.3.

Es erfolgte die Herleitung des theoretischen Analyserahmens der Arbeit. Dafür wurde gezeigt, dass Immobilieninvestoren als Immobilienanlagevehikel durch eine Prinzipal-Agent-Beziehung (PA-Beziehung) gekennzeichnet sind, bei der der Anleger als Prinzipal die Kapitalanlage an den Immobilieninvestor als Agent delegiert. Die Delegation der Kapitalanlage ist unter der Annahme von opportunistischem Verhalten des Agenten und von Informationsasymmetrien mit einer gewissen Unsicherheit für den Prinzipal verbunden.

Diese Unsicherheit wird vom **normierten Handlungsspielraum** des Agenten beeinflusst. Vom Grad der Unsicherheit wiederum hängen die Verzinsungsansprüche des Prinzipals und damit die Kapitalkosten des Agenten ab. Des Weiteren determiniert der normierte Handlungsspielraum eines Immobilieninvestors das mögliche Spektrum der geschäftlichen Aktivitäten des Investors und sollte ausgeschöpft werden.

Des Weiteren werden die möglichen geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors auch durch die konkrete **Ausgestaltung der PA-Beziehung**, d.h. die Rechte des Prinzipals und die Anreize für den Agenten, beeinflusst.

Zusammengeführt wurden diese beiden Kategorien unter dem Begriff des **definierten Gestaltungsrahmens**, der als Rahmen geschäftlicher Aktivitäten des Immobilieninvestors verstanden wird. Er bestimmt auch dessen Rolle auf dem PPP-Markt sowie dessen PPP-Investitionsmöglichkeiten.

Daraus abgeleitet steht im Zentrum der folgenden Analyse die Erkenntnis, dass die Eignung eines Immobilieninvestors für eine Investition in ein PPP-Projekt davon abhängt, ob sein **definierter Gestaltungsrahmen** zum **erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen** des PPP-Projektes passt. Letzterer wird dabei durch die Wahl des PPP-Vertragsmodells, die PPP-Immobilienart, die PPP-Wertschöpfungsphase sowie die gewählte Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt bestimmt.

Im folgenden Kapitel 3 werden die Immobilieninvestoren zunächst hinsichtlich ihres normierten Handlungsspielraums qualitativ analysiert und klassifiziert. Zudem erfolgt die Diskussion der konkreten Ausgestaltung der PA-Beziehung bei den einzelnen Immobilienanlagevehikeln. Daraufhin wird ein definierter Gestaltungsrahmen abgeleitet und die Immobilieninvestoren dementsprechend klassifiziert.

---

### 3 Immobilieninvestoren

Gegenstand des folgenden Kapitels sind Immobilieninvestoren bzw. -anlagevehikel, die durch eine Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen dem Anleger als Prinzipal und dem Immobilieninvestor als Agent charakterisiert sind. Diese werden hinsichtlich ihres normierten Handlungsspielraums sowie der Ausgestaltung der Prinzipal-Agent-Beziehung analysiert. Daraus abgeleitet werden allgemeingültige Aussagen zu ökonomischen Implikationen und zum Spektrum möglicher geschäftlicher Aktivitäten, d.h. zum definierten Gestaltungsrahmen des Immobilieninvestors. Die Analyse mündet in einer Klassifizierung der Investoren nach ihrem definierten Gestaltungsrahmen.

Immobilieninvestoren werden auch als Wirtschaftssubjekte verstanden, die Geld in Immobilien anlegen, diese ggf. auch entwickeln und betreiben sowie Immobilienbestände halten. Da bei ihnen häufig die Erzielung einer Rendite im Vordergrund steht, bewegen sie sich im Spannungsfeld zwischen Rentabilität (Rendite), Wertsicherheit (Risiko) und Liquidität.<sup>335</sup> Grundsätzlich kann zwischen institutionellen Investoren und privaten Investoren unterschieden werden.<sup>336</sup>

**Private Investoren** können auch als Immobilieninvestoren agieren, zählen jedoch nicht zur Kategorie der Immobilienanlagevehikel. Im Folgenden werden kurz einige Eigenschaften der Mehrzahl der privaten Investoren erläutert, um zu zeigen, warum sie in der vorliegenden Arbeit nicht genauer analysiert werden.

Grundsätzlich unterliegen private Investoren keinen rechtlichen Restriktionen hinsichtlich der Wahl der Investitionsform und des Immobilientyps. Sie können zum Zwecke der Kapitalanlage als direkte oder als indirekte Investoren agieren. Investieren sie direkt in Immobilien, erwerben sie diese i.d.R. als natürliche Personen und aus Gründen der privaten Selbstnutzung oder zur privaten Kapitalanlage.<sup>337</sup> Aufgrund ihrer zumeist begrenzten Ressourcen bestehen jedoch bei direkten Investitionen Beschränkungen hinsichtlich der Größe der Immobilien. Begrenzt ist i.d.R. auch die Streuung der Anlagen zur Risikodiversifikation. Daher investieren private Investoren bei einer direkten Investition in Immobilien vorwiegend in Wohn- und Geschäftshäuser sowie Eigentumswohnungen, wobei sie einen Sachkauf tätigen und unmittelbar Eigentümer der Immobilie werden. Für wenig komplexe Immobilien können sie auch unternehmerisches Engagement übernehmen.<sup>338</sup>

Die Ausgestaltung der Investition und die Professionalität des Managements können bei privaten Investoren sehr unterschiedlich sein. So ist es bei vielen privaten Investoren zu beobachten, dass sie zumeist kein professionelles Vermögensmanagement betreiben und keine professionelle Anlagestrategie verfolgen. Auch Investitionsentscheidungen werden

---

<sup>335</sup> Vgl. Schleiter, Grundlagen Immobilien, 2002, S. 255. Zielkonflikte können die Erreichung aller drei Ziele gleichzeitig verhindern. So bilden private Investoren subjektive Präferenzen. Bei institutionellen Investoren kann die Bedeutung einzelner Ziele durch gesetzliche Vorgaben bestimmt werden. Das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) schreibt bspw. „[...] möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität [...]“ vor. Vgl. Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 27.

<sup>336</sup> Vgl. Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 24.

<sup>337</sup> Immobilien stellen mit Abstand die bedeutendste Vermögensklasse privater Haushalte dar. Dabei kann es jedoch auch private Immobilieninvestoren geben, die professionell agieren.

<sup>338</sup> Vgl. Brübach, Private Direktinvestition, 2005, S. 72ff; Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 172f.

häufig auf Basis einfacher Investitionsrechnungen gefällt. Eine laufende Performancekontrolle mit Risiko-Monitoring findet selten statt. Ebenso werden teilweise Exit-Überlegungen vernachlässigt.<sup>339</sup> Private Investoren können hinsichtlich der Risiko-Rendite-Struktur häufig in die Kategorie „geringe Risiken und damit geringe Rendite“ eingestuft werden, was jedoch in Abhängigkeit der persönlichen Präferenzen des einzelnen Investors variiert. Sie investieren selten direkt in risikoorientierte Anlagen, da sie häufig nicht über die notwendigen Informationen zum Marktgeschehen verfügen.<sup>340</sup>

Aus den Charakteristika privater Investoren ergibt sich, dass sie als direkte Investoren nicht für die Finanzierung von PPP-Projekten in Frage kommen. Sie verfügen nicht über das erforderliche Know-how und haben auch nicht die entsprechende Kapitalkraft, um ein komplexes PPP-Projekt zu verwalten. Außerdem besteht bei privaten Investoren auch kein Interesse an einer Übernahme von unternehmerischen Risiken, wie sie z.B. mit einem PPP-Projekt verbunden sind.

Als indirekte Investoren können private Anleger auch Immobilienfonds oder Immobilienaktien nutzen, die als Intermediäre zwischengeschaltet sind.<sup>341</sup> Dabei erwerben sie Anteile an offenen und geschlossenen Immobilienfonds oder Aktien von REITs.<sup>342</sup> Im Rahmen der indirekten Immobilienanlage spielen private Investoren auch für die Finanzierung von PPP-Projekten eine große Rolle. Zudem steht auch hinter den Anlagemitteln von Pensionskassen und Versicherungen privates Kapital. Daher werden in den folgenden Kapiteln die institutionellen Investoren, die als Anlagevehikel zwischen dem privaten Anleger und dem Anlageobjekt PPP-Immobilie stehen, näher untersucht.

**Institutionelle Investoren** sind juristische Personen, deren Haupt- oder Nebenzweck der unternehmerischen Tätigkeit die Kapitalanlage ist. Sie werden als Kapitalsammelstellen definiert, die zumeist Investitionen von privaten Investoren bündeln und so eingesammelte Gelder professionell anlegen und verwalten. Sie agieren als Intermediäre zwischen privaten Anlegern und dem Investitionsobjekt und können unterteilt werden in Single Asset Portfolio Investoren, die vorwiegend in die Asset-Klasse Immobilie investieren, und in Multiple Asset Portfolio Investoren, die in verschiedene Asset-Klassen, wie z.B. Wertpapiere und Immobilien, investieren.<sup>343</sup>

---

<sup>339</sup> Vgl. Brübach, Private Direktinvestition, 2005, S. 72ff.

<sup>340</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 48; Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 172f.

<sup>341</sup> Siehe dazu ausführlich bei: Nowak, Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs, 2005.

<sup>342</sup> Immobilienaktien sind aufgrund ihrer geringen Marktkapitalisierung für private Investoren mit begrenztem Kapital besonders interessant. Für institutionelle Investoren kann die geringe Marktkapitalisierung von Immobilienwertpapieren dazu führen, dass eine Anlage unwirtschaftlich ist, da keine angemessenen Anteile am Portfolio erworben werden können. Vgl. Bone-Winkel / Isenhöfer / Hofmann, Projektentwicklung, 2005, S. 266; Brübach, Private Direktinvestitionen, 2005, S. 69; Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 172.

<sup>343</sup> Vgl. Walbröhl, Immobilienanlage Versicherungen und Pensionskassen, 2001, S. 9; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687; Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 25.



Immobiliendominierte institutionelle Investoren sind Kapitalanlagegesellschaften,<sup>344</sup> die offene Immobilien-Publikumsfonds, offene PPP-Publikumsfonds oder offene PPP-Spezialfonds auflegen, sowie geschlossene Immobilienfonds,<sup>345</sup> Real Estate Investment Trusts (REITs)<sup>346</sup> und Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds).<sup>347</sup> Zu den Multi Asset Portfolio Investoren zählen Versicherungen und Pensionskassen, die zur Gruppe der Lebensversicherungen<sup>348</sup> zusammengefasst werden können.<sup>349</sup>

Die genannten institutionellen Immobilieninvestoren sind Gegenstand der vorliegenden Arbeit. Ordnungskriterium der Analyse ist, wie im Laufe der Diskussion deutlich wird, der definierte Gestaltungsrahmen. Versicherungen und Pensionskassen werden jedoch unabhängig von dieser Ordnung betrachtet, da sie keine reinen Immobilienanlagevehikel darstellen, jedoch aufgrund ihres Immobilienanlagevolumens wichtige Immobilieninvestoren in Deutschland sind. Immobilienaktiengesellschaften, die auch zu den immobiliendominierten institutionellen Investoren zählen, werden aufgrund ihrer geringen Bedeutung für den Immobilienmarkt - sie hielten im Jahr 2004 lediglich 2% des Immobilienbestandes institutioneller Investoren in Deutschland - nicht betrachtet.<sup>350</sup>

Aus dem auf der Neuen Institutionenökonomik basierenden theoretischen Analyserahmen der Arbeit, der in Kapitel 2.1.7 hergeleitet wird, ergibt sich Folgendes: Der **definierte Gestaltungsrahmen** eines Immobilieninvestors determiniert dessen Eignung für PPP-Investitionen mit einem bestimmten **erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen**. Die Zusammensetzung des erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmens eines PPP-Projektes wird in Kapitel 4 näher betrachtet.

In diesem Kapitel 3 wird der **definierte Gestaltungsrahmen** der Immobilieninvestoren hergeleitet, der sich aus dem normierten Handlungsspielraum des Investors und der konkreten Ausgestaltung der Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger als Prinzipal und Anlagevehikel als Agent ergibt.<sup>351</sup>

Bei der Untersuchung des **normierten Handlungsspielraums** werden folgende Aspekte berücksichtigt:

<sup>344</sup> Die wichtigsten Kapitalanlagegesellschaften, die offene Immobilienfonds auflegen, sind bspw. die DekaBank Gruppe, die Union Investment Gruppe und die Commerz Real Gruppe. Vgl. BVI, Gesamtstatistik, 2008.

<sup>345</sup> Initiatoren geschlossener Immobilienfonds, die sich bereits erfolgreich auf dem PPP-Markt engagieren, sind z.B. die LHI Leasing GmbH oder die Hannover Leasing GmbH & Co. KG. Vgl. VGF, Mitgliederverzeichnis, 2008.

<sup>346</sup> Bereits an der Börse gelistete REITs sind die alstria office REIT-AG und die Fair Value REIT-AG. Diese Informationen wurden am 04.10.08 unter [www.reits-in-deutschland.de](http://www.reits-in-deutschland.de) abgerufen.

<sup>347</sup> Initiatoren von REPE Fonds sind z.B. BVT Projektentwicklungsfonds, Deutsche Structured Finance (Tochter der Aareal Bank). Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 277f.

<sup>348</sup> Zu den größten deutschen Lebensversicherern nach gebuchten Bruttobeiträgen zählen die Allianz, die AachenMünchener und die R+V Leben AG. Vgl. Infinma, Lebensversicherer, 2006.

<sup>349</sup> Weitere Multi Asset Portfolio Investoren sind Kapitalanlagegesellschaften, die in Altersvorsorge-Sondervermögen oder gemischte Sondervermögen investieren, sowie ausländische institutionelle Investoren Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 89; Bone-Winkel / Isenhöfer / Hofmann, Projektentwicklung, 2005, S. 267, Walbröhl, Immobilienanlage Versicherungen und Pensionskassen, 2001, S. 12.

<sup>350</sup> Vgl. Bulwien, Perspektiven des Immobilienmarktes, 2006, S. 53.

<sup>351</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.

- Regulierung durch spezifische Gesetze,
- behördliche Beaufsichtigung über die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin),
- rechtliche Regelungen zum Geschäftszweck,
- Vorgabe der Anlagegrenzen, z.B. hinsichtlich Zulässigkeit eigener Bauprojekte oder Erwerb von Beteiligungen an Projektgesellschaften,
- Vorschriften zur Liquidität, zur Risikostreuung und zur Kreditaufnahme.

Bei der **Ausgestaltung der PA-Beziehung** werden die Rechte der Anleger gegenüber dem Investor und die Anreize für den Immobilieninvestor untersucht und diskutiert. Dabei wird auf folgende Kriterien eingegangen:

- direkte Einflussmöglichkeiten des Anlegers als Prinzipal auf die Geschäftsführung des Agenten,
- indirekte Einflussmöglichkeiten des Anlegers als Prinzipal auf die Geschäftsführung des Agenten,
- Fungibilität der Anteile des Anlegers als Prinzipal, d.h. Möglichkeiten zur Rückgabe oder zum Verkauf der Anteile auf dem Zweitmarkt,
- Informationsrechte des Prinzipals,
- Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten in Form von Beobachtbarkeit der Wertentwicklung des Vermögens und der Anteile sowie
- Anreizmechanismen durch Ausgestaltung der Geschäftsführung.<sup>352</sup>

Aus dem normierten Handlungsspielraum und der konkreten Ausgestaltung der PA-Beziehung werden ökonomische Implikationen für den Prinzipal und Auswirkungen auf die **möglichen geschäftlichen Aktivitäten** der Immobilieninvestoren als Agenten abgeleitet. Dabei werden zunächst allgemeingültige Aussagen zu folgenden Aspekten getroffen:

- Kapitalkosten und Anlagezeitraum des Immobilieninvestors,
- Eignung zur Übernahme von portfolio- oder immobilienbezogenen Dienstleistungen,
- Eignung zur Übernahme von Risiken sowie
- Eignung zur Abbildung von Wertentwicklungen.

Die Diskussion des Einflusses des normierten Handlungsspielraums und der weiteren Ausgestaltung der PA-Beziehung mündet schließlich in der Ableitung des **definierten Gestaltungsrahmens** für jeden Immobilieninvestor und in einer entsprechenden Klassifizierung. Dabei werden die genannten Kriterien mit Hilfe von qualitativen Begriffen wie gering, mittel und hoch bewertet. Quantitative Differenzen werden bei dieser Methode der Klassifizierung nicht definiert.<sup>353</sup>

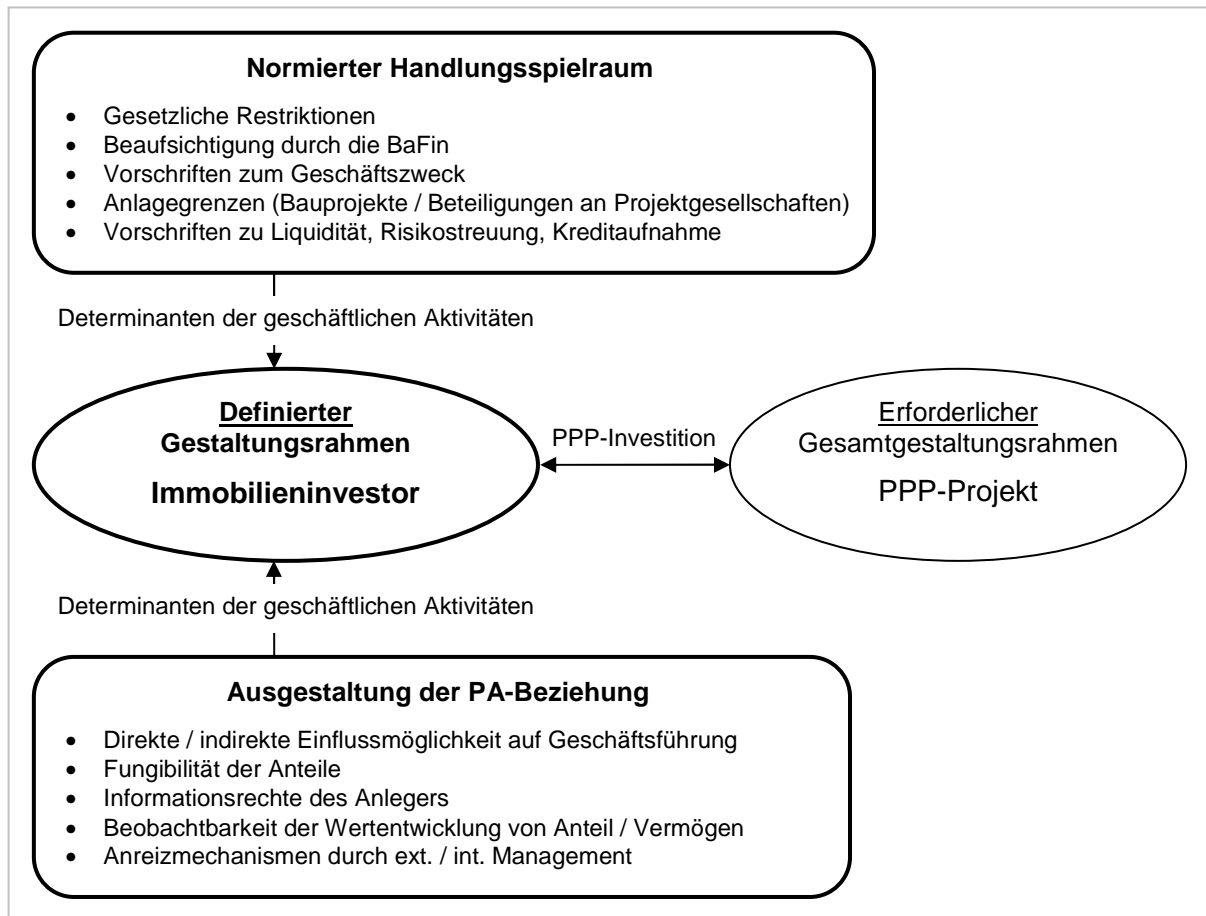
---

<sup>352</sup> In Anlehnung an: Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 714ff.

<sup>353</sup> Vgl. Brinkmann, Analytische Wissenschaftstheorie, 1991, S. 32; Seiffert / Radnitzky, Handlexikon Wissenschaftstheorie, 1992, S. 38; Schurz, Wissenschaftstheorie, 2006, S. 74.

Welche Auswirkungen der definierte Gestaltungsrahmen auf das Engagement der Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt hat, wird in Kapitel 5 erörtert.

Die Vorgehensweise und Zusammenhänge werden in der folgenden Grafik noch einmal veranschaulicht.



**Abbildung 8: Determinanten des definierten Gestaltungsrahmens eines Immobilieninvestors<sup>354</sup>**

### 3.1 Offene Immobilien-Publikumsfonds (Immobilien-Sondervermögen)

Offene Immobilienfonds zählen zu den bedeutendsten Immobilieninvestoren in Deutschland. Das Vermögen, das 2005 von den 86 offenen Immobilien-Publikums- und offenen Immobilien-Spezialfonds gehalten wurde, belief sich auf insgesamt 104,9 Mrd. Euro. Davon entfallen 88,4 Mrd. Euro auf offene Immobilien-Publikumsfonds.<sup>355</sup> Der Immobilienbestand der Fonds betrug im Jahr 2004 insgesamt 50 Mrd. Euro. Das entspricht einem Anteil von 17% am Immobilienbestand institutioneller Investoren in Deutschland.<sup>356</sup>

<sup>354</sup> Eigene Darstellung

<sup>355</sup> Vgl. Schomberg / Päsler, Offene Immobilienfonds, 2006, S. 211.

<sup>356</sup> Vgl. Bulwien, Perspektiven des Immobilienmarktes, 2006, S. 53.

Offene Immobilien-Publikumsfonds<sup>357</sup> werden von Kapitalanlagegesellschaften (KAG) als Immobilien-Sondervermögen initiiert.<sup>358</sup> Die Kapitalanlagegesellschaften<sup>359</sup> übernehmen die Kapitalsammlung und Kapitalanlage für Dritte, indem sie Sondervermögen auflegen, an denen private und institutionelle Anleger über Namens- oder Inhaberwertpapiere (Investmentzertifikate) beteiligt werden. Die Fonds werden als offen bezeichnet, weil sie weder in der Höhe des zu zeichnenden Fondsvolumens noch in der Zahl der Anleger oder in der Laufzeit beschränkt sind. Der Vertrieb der Anteile erfolgt außerhalb der Börse zumeist über Banken oder Sparkassen.<sup>360</sup>

Die Beziehung zwischen den Anlegern und der Kapitalanlagegesellschaft wird nicht gesellschaftsrechtlich, sondern durch das Investmentgesetz geregelt.<sup>361</sup> Die Anleger stellen der Kapitalanlagegesellschaft Kapital zur Verfügung, das von der KAG angelegt wird. Demnach ist der Geschäftszweck einer KAG die treuhänderische Verwaltung des Sondervermögens auf Rechnung der Anleger. Daneben erbringen sie Dienst- oder Nebendienstleistungen und das Fondsmanagement.<sup>362</sup> Man spricht auch davon, dass die Kapitalanlage für Dritte das Aktivgeschäft von Kapitalanlagegesellschaften und das Passivgeschäft die daraus folgende Finanzierungstätigkeit von Projekten ist.<sup>363</sup>

Bei der Auflage eines offenen Fonds beauftragt die KAG eine Depotbank mit der Verwahrung des Sondervermögens sowie der Überwachung der ordnungsgemäßen Verwendung des Vermögens im Sinne des Investmentgesetzes. Die Depotbank übernimmt auch die Ausgabe und Rücknahme der Anteile, die tägliche Berechnung des Anteilswertes sowie den gesamten Zahlungsverkehr.<sup>364</sup> Ein Ausschuss aus unabhängigen Sachverständigen ermittelt regelmäßig die Immobilienverkehrswerte und bewertet das gesamte Fondsvermögen. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht die KAG und die Depotbank.<sup>365</sup>

---

<sup>357</sup> Im Folgenden wird vereinfachend von offenen Immobilien-Publikumsfonds gesprochen, wobei es um Kapitalanlagegesellschaften geht, die offene Immobilien-Publikumsfonds, d.h. Immobilien-Sondervermögen, auflegen und Vermögensgegenstände für diese erwerben und verwalten.

<sup>358</sup> Die meisten Kapitalanlagegesellschaften sind banken- oder versicherungszugehörig. Es gibt auch kirchliche Kapitalanlagegesellschaften oder solche, die von Unternehmen initiiert werden. Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 53.

<sup>359</sup> Vor der Novellierung des Investmentgesetzes durch das Investmentänderungsgesetz im Dezember 2007 hatten Kapitalanlagegesellschaften Kreditinstitutseigenschaften und unterlagen dem Gesetz über das Kreditwesen (KWG). Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 48.

<sup>360</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 100; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687ff; Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 52; Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 174f.

<sup>361</sup> Daher spricht man bei offenen Fonds auch vom Vertragstyp. Vgl. Väth, Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft, 1999, S. 27.

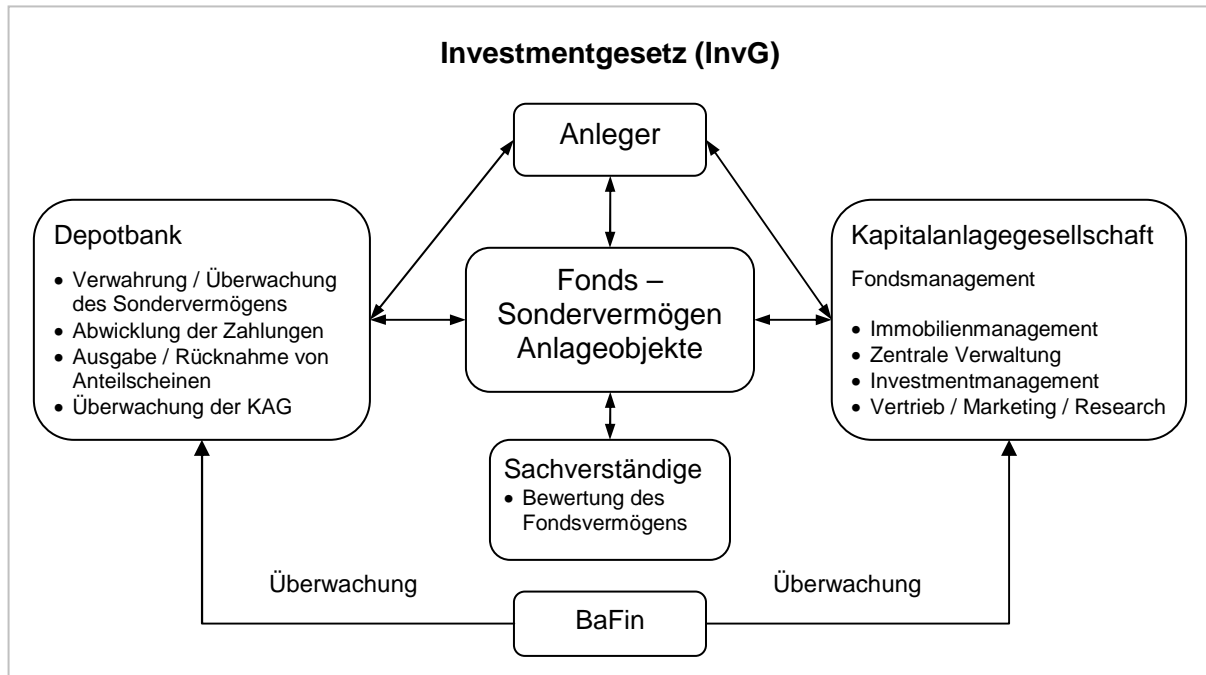
<sup>362</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687.

<sup>363</sup> Vgl. Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 72ff.

<sup>364</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 99. Dazu gehören die Bezahlung des Kaufpreises beim Erwerb von Immobilien und Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften, die Zahlung von Transaktionsgebühren und sonstigen Gebühren sowie die Begleichung sonstiger Verpflichtungen und die Ausschüttung der Gewinnanteile an die Anleger. Bei bestimmten Geschäften muss die Depotbank zustimmen, sie macht Ansprüche der Anleger geltend und vergütet die Kapitalanlagegesellschaft. Vgl. §§ 25-29 InvG, 2007.

<sup>365</sup> Vgl. § 5 InvG, 2007. Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) vereinigt seit ihrer Gründung im Mai 2002 die Aufsicht über Banken und Finanzdienstleister, Versicherer und den Wertpapierhandel. Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 91.

Die folgende Grafik zeigt die bei der Auflage eines offenen Fonds beteiligten Parteien und deren Verhältnis zueinander:



**Abbildung 9: Struktur und Beteiligte eines offenen Fonds**<sup>366</sup>

Kapitalanlagegesellschaften werden als Kapitalgesellschaften, d.h. als Aktiengesellschaft (AG) oder Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH), gegründet. Sie unterliegen in ihrer Anlagepolitik den Regelungen des Investmentgesetzes.<sup>367</sup>

Die steuerliche Behandlung von Kapitalanlagegesellschaften ist im Investmentsteuergesetz ausführlich geregelt. Anleger erzielen aus der Anlage in einen offenen Immobilienfonds Einkünfte aus Kapitalvermögen. Das Sondervermögen selbst wird nicht besteuert, sondern ist als Zweckvermögen von der Körperschaftsteuer und der Gewerbesteuer befreit. Daher zählen offene Immobilienfonds zu den steuertransparenten Anlageformen.<sup>368</sup>

Kapitalanlagegesellschaften können für private Anleger u.a. offene Immobilien-Publikumsfonds (Immobilien-Sondervermögen) und offene PPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen) und für institutionelle Anleger offene PPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen)<sup>369</sup> auflegen. Die unterschiedlichen Charakteristika der einzelnen Sondervermögen werden im Folgenden herausgearbeitet. Dabei wird zuerst auf offene Immobilien-Publikumsfonds und deren normierten Handlungsspielraum eingegangen.

<sup>366</sup> In Anlehnung an: Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 68; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 98.

<sup>367</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687.

<sup>368</sup> Vgl. § 2 InvStG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 105.

<sup>369</sup> Es können auch Immobilien-Spezial-Sondervermögen als offene Immobilien-Spezialfonds aufgelegt werden.

### 3.1.1 Normierter Handlungsspielraum offener Immobilien-Publikumsfonds

Die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger als Prinzipal und offenem Immobilien-Publikumsfonds bzw. Kapitalanlagegesellschaft als Agent wird durch einen normierten Handlungsspielraum charakterisiert,<sup>370</sup> der im Folgenden analysiert wird.

Offene Immobilien-Publikumsfonds unterliegen einer sehr starken **Beaufsichtigung durch die BaFin** und sehr starken **gesetzlichen Restriktionen**. So macht das Investmentgesetz in den §§ 66-82 sehr genaue Vorgaben zu den **Anlagegrenzen** eines offenen Immobilien-Publikumsfonds. Demnach darf eine Kapitalanlagegesellschaft laut § 67 InvG folgende Anlageobjekte für ein Immobilien-Sondervermögen erwerben:<sup>371</sup>

- Mietwohngrundstücke, Geschäftsgrundstücke und gemischt genutzte Grundstücke,
- Grundstücke im Zustand der Bebauung und unbebaute Grundstücke, wenn die Bebauung die vorgenannte Nutzung vorsieht, mit einem Abschluss der Bebauung in angemessener Zeit zu rechnen ist und wenn der Wert der Grundstücke insgesamt 20% des Wertes des Sondervermögens nicht überschreitet,
- Erbbaurechte unter den oben genannten Voraussetzungen.<sup>372</sup>

Daneben darf eine KAG für ein Immobilien-Sondervermögen auch andere Grundstücke und andere Erbbaurechte sowie Rechte in Form des Wohnungseigentums, Teileigentums, Wohnungserbbaurechts und Teilerbbaurechts erwerben.<sup>373</sup> Die Summe ihrer Werte darf 15% des Wertes des Sondervermögens nicht überschreiten.<sup>374</sup>

Offene Immobilien-Publikumsfonds dürfen demnach direkt Eigentum und Erbbaurecht an PPP-Projekten im Hochbau erwerben, da die Nutzung zu öffentlichen Zwecken der gewerblichen Nutzung gleichgestellt wird.<sup>375</sup> So können Schulen, Rathäuser bzw. Verwaltungsgebäude und Krankenhäuser als Geschäftsgrundstücke nach § 67 InvG eingeordnet werden.<sup>376</sup>

Mit Inkrafttreten des ÖPP-Beschleunigungsgesetzes am 1. September 2005 dürfen Kapitalanlagegesellschaften für Rechnung eines Immobilien-Sondervermögens auch Nießbrauchrechte an Grundstücken, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen, erwerben.<sup>377</sup> Damit sollte offenen Immobilien-Publikumsfonds die Möglichkeit eingeräumt

---

<sup>370</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

<sup>371</sup> Beim Erwerb von Eigentum muss es sich außer bei den genannten Ausnahmen um Alleineigentum handeln. Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 170.

<sup>372</sup> Vgl. § 67 InvG, 2007.

<sup>373</sup> Wenn die Vertragsbedingungen dies vorsehen und die Vermögensgegenstände einen dauernden Ertrag erwarten lassen. Vgl. § 67 (2) InvG, 2007.

<sup>374</sup> Vgl. § 67 InvG, 2007; Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 72ff; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 101.

<sup>375</sup> Der direkte Erwerb solcher Grundstücke ist jedoch in der Praxis unüblich, da i.d.R. eine Projektgesellschaft gegründet wird, die als privater Auftragnehmer auftritt.

<sup>376</sup> Im Gegensatz dazu können Straßen lediglich zu 15% als andere Grundstücke erworben werden. Tunnel gelten nicht als Immobilien im Sinne des InvG; sie können nicht von offenen Immobilienfonds erworben werden. Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 170.

<sup>377</sup> Vgl. § 67 (2) InvG, 2007.

werden, sich auch bei PPP-Projekten zu engagieren, bei denen dem privaten Auftragnehmer kein Eigentum oder Erbbaurecht am Grundstück übertragen wird, wenn dies z.B. die Gemeindeordnung verbietet.<sup>378</sup>

Der Wert aller Nießbrauchrechte darf jedoch 10% des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen. Der Erwerb der Nießbrauchrechte ist bei Neubauprojekten auf die Betriebsphase beschränkt, d.h. unbebaute oder noch im Bau befindliche Grundstücke dürfen nicht erworben werden.<sup>379</sup> Ein Nießbrauchrecht, das für die Bauphase der PPP-Projektgesellschaft als privatem Auftragnehmer übertragen wurde, kann jedoch aufgrund der Unübertragbarkeit von Nießbrauchrechten<sup>380</sup> nicht direkt auf einen offenen Immobilienfonds in der Betriebsphase übergehen. Hier müsste eine rechtlich unbedenkliche Konstruktion gefunden werden.<sup>381</sup>

Kapitalanlagegesellschaften dürfen laut § 68 InvG unter bestimmten Bedingungen<sup>382</sup> Beteiligung an Immobilien-Gesellschaften für das Immobilien-Sondervermögen erwerben. Als Immobilien-Gesellschaften gelten Gesellschaften, die nur Vermögensgegenstände erwerben, die auch unmittelbar für das Immobilien-Sondervermögen erworben werden dürfen, und deren Unternehmensgegenstand auf Tätigkeiten beschränkt ist, die die Kapitalanlagegesellschaft ausüben darf. Das Investmentgesetz sieht vor allem Mehrheitsbeteiligungen vor, bei denen die für eine Änderung der Satzung erforderliche Stimmen- oder Kapitalmehrheit erworben wird und eine Nachschusspflicht ausgeschlossen ist. Minderheitsbeteiligungen dürfen nur in Höhe von maximal 20% des Wertes des Sondervermögens erworben werden. Maximal 49% des Wertes des Sondervermögens dürfen insgesamt in Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften investiert sein.<sup>383</sup>

Kapitalanlagegesellschaften dürfen auf Rechnung des Immobilien-Sondervermögens auch Darlehen an eine Immobilien-Gesellschaft vergeben, wenn sie an dieser beteiligt sind. Dabei darf jedoch die Summe der Darlehen 50% des Wertes der von der Immobilien-Gesellschaft gehaltenen Grundstücke nicht übersteigen. Der Wert der aus einem Immobilien-Sondervermögen gewährten Darlehen darf nicht mehr als 25% des Wertes des Sondervermögens betragen.<sup>384</sup>

Das Investmentgesetz regelt weiter, dass vor dem Erwerb eines Grundstückes oder einer Beteiligung diese Vermögensgegenstände bewertet werden müssen. Die Bewertung soll von einem unabhängigen, unparteilichen und zuverlässigen, mit Fachkompetenz und Erfahrung

<sup>378</sup> Vgl. Entwurf ÖPP-BeschlG, 2005, S. 18.

<sup>379</sup> Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 170.

<sup>380</sup> Vgl. § 1059 Satz 1 BGB, 2007.

<sup>381</sup> Steht der Nießbrauch einer juristischen Person zu, ist dieser unter besonderen Voraussetzungen übertragbar. § 1059a Abs. 1 Nr. 2 BGB sieht vor, dass wenn ein Unternehmen (bzw. ein Teil) auf ein anderes übertragen wird, auch ein Nießbrauch übertragen werden kann. Diese Übertragung scheitert an § 68 InvG, nach dem Beteiligungen an ÖPP-Projektgesellschaften von offenen Immobilien-Publikumsfonds nicht erworben werden dürfen.

<sup>382</sup> Wenn die Vertragsbedingungen dies vorsehen und die Vermögensgegenstände einen dauernden Ertrag erwarten lassen. Vgl. § 68 InvG, 2007.

<sup>383</sup> Vgl. § 68 InvG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 101. Dabei zählen zu 100% gehaltene Beteiligungen zu den direkt gehaltenen Immobilien. Vgl. InvÄndG, 2007, S. 182.

<sup>384</sup> Weitere Bedingungen sind die marktgerechte Verzinsung und Besicherung. Vgl. § 69 InvG, 2007.

ausgestatteten Sachverständigen, der nicht zu dem von der Kapitalanlagegesellschaft gebildeten Sachverständigenausschuss gehört, vorgenommen werden.<sup>385</sup>

Das Investmentgesetz macht auch genaue Vorschriften zur vorzuhaltenden **Liquidität**<sup>386</sup> bzw. zur Haltung leicht liquidierbarer Anlagen, wie Bankguthaben, Geldmarktinstrumente, Wertpapiere, Investmentanteile sowie Aktien von REITs. Demnach muss mindestens 5% und maximal 49% des Wertes des Sondervermögens täglich verfügbar sein, um die Rücknahme der Anteile jeder Zeit gewährleisten zu können. In der Praxis bewegt sich die Liquiditätsquote offener Immobilien-Publikumsfonds zwischen 10% und 30%.<sup>387</sup>

Das Investmentgesetz schreibt weiterhin die **Risikostreuung** der Anlagen eines Immobilien-Sondervermögens vor. So darf der Wert einer Immobilie zum Zeitpunkt des Erwerbs 15% des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen. Zudem dürfen nur 50% des Sondervermögens aus Immobilien bestehen, deren einzelner Wert mehr als 10% des Wertes des Sondervermögens beträgt.<sup>388</sup> Darüber hinaus wurde mit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007 eine Vorschrift zum Risikomanagement eingeführt, in der das Risikomanagementsystem und dessen Methoden genau beschrieben sind. Demnach muss das Risikomanagement von einer organisatorisch unabhängigen Stelle innerhalb der Kapitalanlagegesellschaft erbracht werden.<sup>389</sup>

Mit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007 wurde auch eine Neuregelung zur **Kreditaufnahme** aufgenommen. So darf eine Kapitalanlagegesellschaft für ein Immobilien-Sondervermögen Kredite in Höhe von maximal 50% des Verkehrswertes der im Sondervermögen befindlichen Immobilien aufnehmen, wenn dies in den Vertragsbedingungen festgelegt wird.<sup>390</sup>

→ Die Ausführungen zeigen, dass offene Immobilien-Publikumsfonds sehr stark durch das Investmentgesetz reguliert sind und damit über einen **sehr geringen normierten Handlungsspielraum** verfügen.

#### 3.1.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen Immobilien-Publikumsfonds

Die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger und Immobilienanlagevehikel wird zudem durch Rechte des Prinzipals, bspw. Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte, sowie Anreize für den Agenten charakterisiert.<sup>391</sup> Diese sind Gegenstand der folgenden Analyse.

Bei offenen Immobilien-Publikumsfonds verfügen die Anleger über keine **direkten Einflussmöglichkeiten** auf die Kapitalanlagegesellschaft, d.h. Anleger haben keine direkten Mitwirkungsrechte bei den Geschäften des Immobilienanlagevehikels. Entscheidungen über

---

<sup>385</sup> Vgl. § 67 (5), InvG, 2007 und § 68 (2), InvG, 2007.

<sup>386</sup> Zur Berechnung der Liquidität siehe: § 80 (2) InvG, 2007.

<sup>387</sup> Vgl. § 80 InvG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 101; Bals, Offene Immobilienfonds, 2007, S. 458.

<sup>388</sup> Vgl. § 73 InvG, 2007.

<sup>389</sup> Vgl. § 80b InvG, 2007.

<sup>390</sup> Weitere Bedingungen sind marktübliche Konditionen und ordnungsgemäße Wirtschaftsführung. Ansonsten gilt die Grenze von maximal 10% des Wertes des gesamten Sondervermögens aus § 53 InvG. Vgl. § 80a InvG, 2007.

<sup>391</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.



Investitionen werden von der Geschäftsführung des offenen Immobilien-Publikumsfonds ohne die Einbeziehung der Anleger gefällt.<sup>392</sup>

Es bestehen jedoch sehr hohe **indirekte Einflussmöglichkeiten** der Anleger auf die Geschäftsführung des offenen Immobilien-Publikumsfonds. Diese resultieren aus dem Recht der Anleger, Anteile börsentäglich zurückgeben zu können.<sup>393</sup> Damit ist die Gefahr eines Banken-Run verbunden, bei dem mehrere Anleger gleichzeitig Anteile zurückgeben. Mit diesem „Drohpotential“ können Anleger ihr Missfallen an der Geschäftsführung zum Ausdruck bringen und einen gewissen Druck auf diese ausüben.<sup>394</sup>

Mit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007 wurde eine Regelung eingeführt, nach der die Vertragsbedingungen vorsehen können, dass die Rücknahme von Anteilen nur einmal monatlich zu einem bestimmten Termin erfolgt, wenn zum Zeitpunkt der Rückgabe der Anteile die Summe der Werte der zurückgegebenen Anteile einen bestimmten Betrag überschreitet. Dabei muss eine schriftliche Rückgabeerklärung mit einer Rückgabefrist von mindestens einem und maximal zwölf Monaten erfolgen.<sup>395</sup> Diese Neuregelung schränkt das Drohpotential der Anleger in gewisser Weise ein, lässt jedoch noch genügend Spielraum, um Missfallen über die Geschäftspolitik auszudrücken.

Aufgrund der erläuterten Rückgabemöglichkeit ist die **Fungibilität der Anteile** an einem offenen Immobilien-Publikumsfonds sehr hoch, was die Unsicherheit der Anleger als Prinzipale hinsichtlich des Verhaltens des Agenten verringert. Daher ist ein Zweitmarkt, auf dem Anleger ihre Anteile handeln können, theoretisch nicht erforderlich. Als es jedoch Ende 2005 erstmals zur Schließung offener Immobilienfonds kam, bei der die Anteilsrückgabe ausgesetzt wurde, etablierte sich ein Börsenhandel für die Anteilsscheine, so dass die Fungibilität der Anteile gewahrt blieb, wenn auch bei höherer Volatilität.<sup>396</sup>

Die im Investmentgesetz geregelten **Informationsrechte** des Anlegers sind bei offenen Immobilien-Publikumsfonds sehr hoch. So können sich die Anleger vor dem Erwerb eines Anteils an einem offenen Immobilien-Publikumsfonds im Verkaufsprospekt genau über die Anlage und die damit verbundene Risiken informieren. Das ausführliche Verkaufsprospekt muss alle Angaben enthalten, die erforderlich sind, damit sich die Anleger über die Anlage und die damit verbundenen Risiken ein Urteil bilden können.<sup>397</sup> Dem Schutz der Anleger dient auch die erforderliche Genehmigung der Vertragsbedingungen, die das Rechtsverhältnis zwischen Anleger und Immobilien-Publikumsfonds regeln, durch die BaFin.<sup>398</sup> Auch die Rechnungslegung offener Immobilien-Publikumsfonds und die Erstellung

<sup>392</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 714; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 702.

<sup>393</sup> Vgl. § 37 InvG, 2007.

<sup>394</sup> Die Rückgabe der Anteile kann jedoch bis zu zwei Jahre ausgesetzt werden, wenn außergewöhnliche Umstände vorliegen, z.B. die liquiden Mittel des Sondervermögens nicht ausreichen. Vgl. § 37 InvG, 2007.

<sup>395</sup> Vgl. § 80c InvG, 2007.

<sup>396</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 702; Bals, Offene Immobilienfonds, 2007, S. 459. Vor 2005 konnten Anteile auch schon an der Berliner Börse gehandelt werden.

<sup>397</sup> Vgl. § 42 InvG, 2007. Das Investmentgesetz macht weitere umfangreiche Vorschriften zu den Angaben im Verkaufsprospekt.

<sup>398</sup> Die Inhalte der Vertragsbedingungen sind in § 43 InvG vorgegeben.

und Veröffentlichung von Halbjahres- und Jahresberichten sind genau im Investmentgesetz geregelt.<sup>399</sup> Sie tragen ebenfalls zu einer sehr guten Information der Anleger über die Entwicklung seiner Anlage bei.

Anleger offener Immobilien-Publikumsfonds verfügen auch über sehr gute **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten**. So sind sie über die **Wertentwicklung des Anteils** sehr gut informiert, da der Wert der Anteile börsentäglich durch die Depotbank ermittelt wird. Dabei wird das Fondsvermögen durch die Anzahl der umlaufenden Anteile dividiert.<sup>400</sup> Die Veröffentlichung des Anteilspreises auf der Grundlage des Fondsvermögens erfolgt bei jeder Ausgabe oder Rücknahme von Anteilen, mindestens jedoch zweimal monatlich.<sup>401</sup>

Da die Anteilspreise auch den Wert des Fondsvermögens widerspiegeln, sind Anleger auch über den **Wert des Vermögens** sehr gut informiert. Die Bewertung des bestehenden Vermögens erfolgt i.d.R. mindestens einmal jährlich durch den Sachverständigenausschuss. Dieser ermittelt den Verkehrswert der Immobilien i.d.R. nach dem Ertragswertverfahren anhand der zu erwartenden Mieteinnahmen.<sup>402</sup> Der Wert der Beteiligung an einer Immobilien-Gesellschaft wird nach den üblichen Grundsätzen für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen ermittelt, wobei die Immobilien mit dem Wert, den ein unabhängiger externer Sachverständigenausschuss ermittelt hat, anzusetzen sind.<sup>403</sup>

Das Immobilienmanagement bzw. die **Geschäftsführung** eines offenen Immobilien-Publikumsfonds ist extern, d.h. das Management der Kapitalanlagegesellschaft ist nicht an den einzelnen Sondervermögen bzw. Fonds beteiligt. Dies führt dazu, dass die Interessen von Anleger als Prinzipal und Manager als Agent nicht übereinstimmen und kein Anreiz zu einem optimierten Fondsmanagement besteht. Dies verstärkt die Unsicherheit für die Anleger hinsichtlich des Verhaltens der Manager. Jedoch besteht ein gewisser Wettbewerb zwischen den KAGs, der eine Performanceorientierung der Manager sicherstellt.<sup>404</sup>

#### 3.1.3 Definierter Gestaltungsrahmen offener Immobilien-Publikumsfonds

Die Auswirkungen des normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung auf die möglichen geschäftlichen Aktivitäten eines offenen Immobilien-Publikumsfonds werden im folgenden Kapitel untersucht und ein sich daraus ergebender definierter Gestaltungsrahmen abgeleitet.<sup>405</sup> Dabei haben die folgenden Ausführungen zunächst allgemeingültigen Charakter. Die Konsequenzen für das Engagement eines offenen Immobilien-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt werden in einem PPP-Investitionsmodell in Kapitel 5.1 dargelegt.

---

<sup>399</sup> Es ist geregelt, welche Angaben in Verkaufsprospekt, Halbjahres- und Jahresbericht enthalten sein müssen. Vgl. §§ 44-45 InvG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 101.

<sup>400</sup> Vgl. § 36 (1) InvG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 115. Die Ermittlung des Anteilswertes ist in § 36 InvG genau vorgeschrieben.

<sup>401</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 714; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 702; § 36 (6) InvG, 2007.

<sup>402</sup> Die Wertermittlung kann auch mittels Sachwert- oder Vergleichswertverfahren erfolgen. Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 115. Da bei den genannten Berechnungsverfahren die Inflation nicht berücksichtigt wird, gibt es Forderungen zur Umstellung auf Barwertermittlungen mittels Discounted Cashflow Verfahren (DCF-Verfahren). Vgl. Bals, Offene Immobilienfonds, 2007, S. 453.

<sup>403</sup> Vgl. § 70 InvG, 2007.

<sup>404</sup> Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 107.

<sup>405</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.

Die Delegation der Kapitalanlage durch den Anleger als Prinzipal an den offenen Immobilien-Publikumsfonds als Agent ist unter der Annahme potentiellen opportunistischen Verhaltens des Agenten und der Existenz von Informationsasymmetrien für die Prinzipale mit einer gewissen Unsicherheit verbunden. Diese Unsicherheit, die unabhängig von der Performance der im Sondervermögen enthaltenen Projekte ist, wird durch den sehr geringen normierten Handlungsspielraum des offenen Immobilien-Publikumsfonds und die Ausgestaltung der PA-Beziehung verringert. Der Anleger reagiert mit sehr geringen Renditeanforderungen,<sup>406</sup> die in der Praxis zwischen 4 und 5% liegen.<sup>407</sup> Daher sind auch die Kapitalkosten offener Immobilien-Publikumsfonds sehr gering.<sup>408</sup> Der Anlagezeitraum ist mittel- bis langfristig.<sup>409</sup>

Die Kernkompetenz offener Immobilien-Publikumsfonds liegt im Portfolio-Management, d.h. sie übernehmen insbesondere **portfoliobezogene Dienstleistungen**, indem sie den Immobilienbestand des Fonds diversifizieren.<sup>410</sup> Dies lässt sich auch aus dem normierten Handlungsspielraum offener Immobilien-Publikumsfonds ableiten, da z.B. ein bestimmter Grad der Risikostreuung durch die Anlagegrenzen im Investmentgesetz vorgegeben ist. Eine weitere Diversifizierung wird durch die Vielzahl unterschiedlicher Immobilien, die sich in einem Immobilien-Sondervermögen befinden (sollten), erreicht. So nehmen offene Immobilien-Publikumsfonds Investitionen an verschiedenen Standorten im In- und Ausland, in Immobilien mit unterschiedlichen Volumina und Nutzungsarten, differenzierten Mieterstrukturen und Mietvertragslaufzeiten vor.<sup>411</sup>

Auch das Liquiditätsmanagement gehört zu den portfoliobezogenen Dienstleistungen eines offenen Immobilien-Publikumsfonds. Dabei geht es zum einen um die optimale Anlage der liquiden Mittel am Kapitalmarkt, zum anderen um die Sicherstellung des Vorhandenseins kurzfristig verfügbarer Mittel, um laufende Kosten zu decken, Rücknahmeverpflichtungen einzuhalten und attraktive Neuinvestitionen vorzunehmen.<sup>412</sup> Auch der gezielte Einsatz von Kreditaufnahmen zur Bereitstellung von Liquidität und, in Abhängigkeit der Höhe des Kapitalmarktzinses, zur Performancesteigerung ist eine wesentliche Leistung, die das Fondsmanagement übernimmt.<sup>413</sup>

Aufgrund des sehr geringen normierten Handlungsspielraums eignen sich offene Immobilien-Publikumsfonds nur in einem geringen Maße zur Übernahme umfassender und komplexer **immobilienbezogener Dienstleistungen**, wie Projekt- oder Bestandsentwicklung, die einen größeren Handlungsspielraum erfordern. Die Erbringung immobilienbezogener Leistungen wird des Weiteren durch das externe Management offener Immobilien-Publikumsfonds und damit verbundene Anreizprobleme zusätzlich erschwert.<sup>414</sup>

<sup>406</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49.

<sup>407</sup> Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 122.

<sup>408</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 48.

<sup>409</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 92f.

<sup>410</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>411</sup> Vgl. Balk / Eller / Gutmann, Investmentfonds, 1993, S. 152ff; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 113f; Bals, Offene Immobilienfonds, 2007, S. 146ff.

<sup>412</sup> Dabei müssen die im Investmentgesetz vorgegebenen Liquiditätsgrenzen eingehalten werden. Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 119. Siehe dazu in Kapitel 3.1.1.

<sup>413</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 120.

<sup>414</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

Trotz der geringen Eignung für Projektentwicklungen werden diese von offenen Immobilien-Publikumsfonds vor allem aus strategischen Gründen vorgenommen. Dazu zählen z.B. der Mangel an fondseigenen Projekten, die Erzielung strategiegerechter Nutzungskonzepte und höherer Objektqualität, um Einfluss auf die Vermietung nehmen zu können, sowie die Verjüngung des Immobilienbestandes und die Performancesteigerung durch zusätzliche Verkaufsgewinne.<sup>415</sup> Bestandsentwicklungen durch Umbau, Sanierung und Modernisierung werden wiederum nur vorgenommen, um bspw. die Immobilienqualität und die Nutzung an die Marktentwicklungen anzupassen.<sup>416</sup> Ob diese Leistungen letztendlich übernommen werden können, hängt vom Vorhandensein entsprechender Projektentwicklungskompetenz, der Immobilienart sowie der Zusammensetzung des Fondsvermögens ab.<sup>417</sup>

Das Immobilienmanagement beschränkt sich bei offenen Immobilien-Publikumsfonds vor allem auf Projektakquisition, Mieterakquisition und -betreuung, Facility Management<sup>418</sup> und Asset Management. Zu weiteren Leistungen des Fondsmanagements zählen Vertrieb der Anteile sowie Marketing und Research, um Investitionsentscheidungen auf der Basis umfassender Marktkennntnisse treffen zu können. Zum Verwaltungsmanagement zählen das Fondscontrolling sowie die Umsetzung des im Investmentgesetz vorgeschriebenen Informations- und Berichtswesens.<sup>419</sup>

Offene Immobilien-Publikumsfonds eignen sich aufgrund des sehr geringen normierten Handlungsspielraums nur in sehr geringem Maße dazu, **Risiken zu übernehmen**. Zudem ist bezüglich der Risiken von einer asymmetrischen Verteilung von Informationen zwischen dem Anleger als Prinzipal und dem Immobilienfonds als Agent auszugehen, da die Anleger keine direkten Mitspracherechte haben. So führt die Übernahme hoher Risiken zu einem hohen Grad an Unsicherheit seitens der Anleger. Diese könnten dann - begünstigt durch die gute Beobachtbarkeit der Wertentwicklung der Anteile und des Fondsvermögens - die Möglichkeit zur Rückgabe der Anteile nutzen, was letztendlich die Gefahr eines Banken-Run impliziert. Aus diesem Grund wird auch durch die Regelungen im Investmentgesetz die Übernahme von Risiken begrenzt.

Des Weiteren ist es für offene Immobilien-Publikumsfonds auch nicht notwendig, in risikoreiche Projekte zu investieren, da die Verzinsungsansprüche der Anleger aufgrund des sehr geringen normierten Handlungsspielraums sehr gering sind.<sup>420</sup> Zur geringen Risikotragfähigkeit trägt auch die Ausgestaltung der PA-Beziehung bzw. der Anreizstruktur bei offenen Immobilien-Publikumsfonds bei. So können durch das externe Management und die damit verbundene begrenzte Kongruenz der Interessen der Anleger und der Interessen der Manager übernommene Risiken indirekt verstärkt werden.

---

<sup>415</sup> Vgl. Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 229; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 117.

<sup>416</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 117.

<sup>417</sup> Ein Immobilien-Sondervermögen darf nur 20% des Wertes des Sondervermögens in Grundstücke und Immobilien im Zustand des Baus investieren. Vgl. § 67 InvG, 2007.

<sup>418</sup> Operative Leistungen, wie die Reinigung, erbringen offene Immobilien-Publikumsfonds jedoch nicht selbst, sondern beauftragen und steuern darauf spezialisierte Unternehmen.

<sup>419</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 116ff.

<sup>420</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 716; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 705; Loritz / Pfnür, Geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 78.

Im Gegensatz dazu sind offene Immobilien-Publikumsfonds jedoch sehr gut dafür geeignet, **Wertentwicklungen abzubilden**. Über die mindestens zweimal im Monat stattfindende Veröffentlichung des Rücknahmepreises, der den Wert des Fondsvermögens widerspiegelt, können Anleger die Entwicklung des Wertes ihrer Anteile und des Vermögens sehr gut beobachten. Daher investieren offene Immobilien-Publikumsfonds insbesondere in Büroimmobilien und Einkaufszentren in 1a-Lagen, d.h. gute innerstädtische Lagen, die über ein hohes Wertentwicklungspotential verfügen.<sup>421</sup>

Aus den Ausführungen ergibt sich, dass offene Immobilien-Publikumsfonds insgesamt über einen **sehr geringen definierten Gestaltungsrahmen** verfügen. Ihr Gestaltungsrahmen wird durch den sehr geringen definierten Handlungsspielraum sowie die Rechte der Anleger, insbesondere das Rückgaberecht der Anteile und die hohen Informationsrechte, beschränkt. Die Anreizprobleme aufgrund des externen Managements verringern den Rahmen möglicher geschäftlicher Aktivitäten zusätzlich.

### 3.2 Offene PPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen)

Kapitalanlagegesellschaften können seit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahr 2007 Infrastruktur-Sondervermögen auflegen,<sup>422</sup> die in den folgenden Ausführungen als offene PPP-Publikumsfonds bezeichnet werden.<sup>423</sup> Ziel der Einführung dieses neuen Infrastruktur-Sondervermögens ist die Versorgung des PPP-Marktes mit finanziellen Mitteln, die von diesen Fonds eingesammelt werden sollen. Des Weiteren wird damit den Kapitalanlagegesellschaften die Chance eröffnet, ihr Angebot um weitere Produkte, also langfristige Anlagen in öffentliche Infrastruktur, zu erweitern. So soll auch privaten Anlegern ein Zugang zum PPP-Markt ermöglicht werden.<sup>424</sup> Bisher wurden in Deutschland jedoch noch keine Infrastruktur-Sondervermögen als offene PPP-Publikumsfonds aufgelegt.

Offene PPP-Publikumsfonds werden von Kapitalanlagegesellschaft durch die Auflage eines Infrastruktur-Sondervermögens nach § 90a InvG initiiert. Die Funktionsweise offener PPP-Publikumsfonds, d.h. das Zusammenspiel zwischen Anleger, Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank sowie die Beaufsichtigung durch die BaFin und den Sachverständigenausschuss, entspricht der Funktionsweise der offenen Immobilien-Publikumsfonds. Diese werden in Kapitel 3.1 genauer beschrieben.

#### 3.2.1 Normierter Handlungsspielraum offener PPP-Publikumsfonds

Auch bei offenen PPP-Publikumsfonds wird die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger und Kapitalanlagegesellschaft durch einen normierten Handlungsspielraum bestimmt.<sup>425</sup> Dieser ist Gegenstand der folgenden Betrachtungen.

<sup>421</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 716; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 705.

<sup>422</sup> Vgl. Art. 1, Nr. 69 InvÄndG, 2007.

<sup>423</sup> Der Begriff Infrastrukturfonds wird in dieser Arbeit nicht verwendet, da dieser sehr unspezifisch ist und z.B. auch Aktienfonds, die in Infrastruktur-Unternehmen investieren, als Infrastrukturfonds bezeichnet werden.

<sup>424</sup> Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 193.

<sup>425</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

Bei der Auflage eines offenen PPP-Publikumsfonds unterliegt die Kapitalanlagegesellschaft der sehr starken **Beaufsichtigung durch die BaFin** und den **gesetzlichen Regelungen** zum Infrastruktur-Sondervermögen in den §§ 90a-90f des Investmentgesetzes.<sup>426</sup> Die Regelungen für Immobilien-Sondervermögen, die in Kapitel 3.1.1 beschrieben wurden, gelten ebenfalls für Infrastruktur-Sondervermögen. Auf die abweichenden Vorschriften zu **Anlagegrenzen** wird im Folgenden genauer eingegangen.

Demnach darf ein offener PPP-Publikumsfonds folgende Anlagegegenstände erwerben:

- Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften,
- Immobilien nach den Regelungen für offene Immobilien-Publikumsfonds,<sup>427</sup>
- Wertpapiere, Geldmarktinstrumente, Anteile an Investmentaktiengesellschaften, Bankguthaben sowie Derivate, wenn sie der Absicherung der gehaltenen Vermögensgegenstände dienen.<sup>428</sup>

Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften bilden den Anlageschwerpunkt offener PPP-Publikumsfonds.<sup>429</sup> PPP-Projektgesellschaften sind im Rahmen von PPP-Projekten tätige Gesellschaften, die Anlagen oder Bauwerke errichten, sanieren, betreiben oder bewirtschaften, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen.<sup>430</sup> PPP-Projektgesellschaften dürfen von einem offenen PPP-Publikumsfonds jedoch erst nach Abschluss der Errichtung und Sanierung der Anlage, d.h. in der risikoärmeren Betriebsphase, erworben werden. Der Wert der Beteiligung muss vor dem Erwerb von einem Abschlussprüfer ermittelt werden.<sup>431</sup>

Immobilien und Nießbrauchrechte an Grundstücken dürfen nach den Vorgaben des Investmentgesetzes von einem offenen PPP-Publikumsfonds nur erworben werden, wenn sie der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen.<sup>432</sup>

Das Investmentgesetz macht weiterhin genaue Vorschriften für das Vorhalten von **Liquidität**. So müssen mindestens 10% des Wertes des Sondervermögens in liquiden Mitteln vorgehalten werden.<sup>433</sup> Daneben muss auch bei offenen PPP-Publikumsfonds das Risikomanagement von einer organisatorisch unabhängigen Stelle innerhalb der Kapitalanlagegesellschaft erbracht werden.<sup>434</sup>

---

<sup>426</sup> Nach der Novellierung des Investmentgesetzes durch das Investmentänderungsgesetz vom 21. Dezember 2007.

<sup>427</sup> Inwieweit die Vorschriften für offene Immobilien-Publikumsfonds auch auf offene PPP-Publikumsfonds Anwendung finden, ist noch offen. § 90a InvG, 2007 enthält zwar einen pauschalen Verweis, der immer greifen soll, wenn für PPP-Publikumsfonds keine Sonderregel existiert. Ob dies jedoch in der Praxis so übernommen wird, ist noch offen. Vgl. Benz, Interview, 2007.

<sup>428</sup> Vgl. § 90b InvG, 2007.

<sup>429</sup> Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 193.

<sup>430</sup> Vgl. § 2 (14) InvG, 2007.

<sup>431</sup> Vgl. § 90b (2) InvG, 2007. Damit soll sichergestellt werden, dass die Beteiligung werthaltig ist und zu einem angemessenen Preis erworben wird. Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 194.

<sup>432</sup> Vgl. § 90b (4) InvG, 2007.

<sup>433</sup> Vgl. § 90b (7) InvG, 2007.

<sup>434</sup> Dies ergibt sich aus den ebenfalls für offene PPP-Publikumsfonds geltenden Vorschriften des § 80b des Investmentgesetzes.

Eine genaue Reglementierung erfolgt ebenfalls bezüglich der **Risikostreuung** offener PPP-Publikumsfonds. Sie dürfen lediglich 30% des Wertes des Sondervermögens in Immobilien und Nießbrauchrechte anlegen.<sup>435</sup> Der Wert der Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften darf 80% des Wertes des Sondervermögens nicht übersteigen, wobei eine Beteiligung nicht mehr als 10% des Wertes des Sondervermögens ausmachen darf. Insgesamt müssen mindestens 60% des Wertes des Sondervermögens in PPP-Projekte investiert werden, entweder durch Erwerb von Immobilien und Nießbrauchrechten oder durch Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften.<sup>436</sup>

Für offene PPP-Publikumsfonds gelten auch die Regelungen zur **Kreditaufnahme**, nach denen eine Kapitalanlagegesellschaft für ein Sondervermögen Kredite in Höhe von maximal 50% des Immobilien-Verkehrswertes des Sondervermögens aufnehmen darf.<sup>437</sup>

Die Anlagegrenzen gelten für neu aufgelegte offene PPP-Publikumsfonds erst nach einer Anlaufphase von vier Jahren. Damit sollen der schrittweise Aufbau eines solchen Fonds erleichtert und Anlageentscheidungen, die lediglich aufgrund der Einhaltung der geregelten Anlagegrenzen und nicht aus Vorteilhaftigkeitsgründen erfolgen, vermieden werden.<sup>438</sup>

→ Aus den Ausführungen ergibt sich, dass offene PPP-Publikumsfonds ebenfalls sehr stark durch das Investmentgesetz reglementiert sind und daher über einen **sehr geringen normierten Handlungsspielraum** verfügen.

### 3.2.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen PPP-Publikumsfonds

Die konkrete Ausgestaltung der Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger und Investor bei einem offenen PPP-Publikumsfonds wird im folgenden Abschnitt dargelegt. Dabei wird auf die Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte des Prinzipals und die Anreize für den Agenten eingegangen.<sup>439</sup>

Die Anleger eines offenen PPP-Publikumsfonds als Prinzipale haben keine Möglichkeiten, **direkten Einfluss** auf die Geschäftsführung des Immobilienanlagevehikels als Agent auszuüben.

Es bestehen jedoch mittel bis hohe **indirekte Einflussmöglichkeiten** der Anleger aufgrund der Rückgabemöglichkeit der Anteile. Diese sind aber im Vergleich zu offenen Immobilien-Publikumsfonds weniger stark ausgeprägt, da bei offenen PPP-Publikumsfonds keine börsentägliche bzw. monatliche Möglichkeit zur Rückgabe der Anteile besteht. Die Rücknahmeverpflichtung ist vielmehr auf mindestens einen oder höchstens zwei Termine pro Jahr begrenzt. Des Weiteren müssen die Anleger die Rückgabe unter Einhaltung der

<sup>435</sup> Damit soll gewährleistet werden, dass der Schwerpunkt der Investitionen auf Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften liegt. Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 194.

<sup>436</sup> Vgl. § 90b (4)-(6) InvG, 2007.

<sup>437</sup> Weitere Bedingungen sind marktübliche Konditionen und ordnungsgemäße Wirtschaftsführung. Ansonsten gilt die Grenze von maximal 10% des Wertes des gesamten Sondervermögens aus § 53 InvG. Vgl. § 80a InvG, 2007.

<sup>438</sup> Vgl. § 90c InvG, 2007. In Ausnahmefällen kann auch eine Verlängerung der Anlaufzeit von der BaFin genehmigt werden, wenn die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen dies erfordern. Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 194.

<sup>439</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.

Rückgabefrist, die in den Vertragsbedingungen zwischen einem und 24 Monaten festgelegt werden kann, erklären. Der Gesamtwert der Anteile, die zurückgegeben werden können, darf 1 Mio. Euro nicht überschreiten.<sup>440</sup>

Damit wird das kurzfristige „Drohpotential“ der Anleger, mit dem sie indirekt und kurzfristig Einfluss auf die Geschäftsführung des offenen PPP-Publikumsfonds nehmen können, verringert. Die Einflussnahme bleibt aber in einem gewissen Rahmen aufgrund der Rückgabemöglichkeit der Anteile bestehen. Durch die Beschränkung der Rücknahme wird jedoch verhindert, dass PPP-Publikumsfonds unvorteilhafte Desinvestitionen tätigen oder aufgrund von Liquiditätsschwierigkeiten die Anteilsrückgabe aussetzen müssen. Damit entspricht das Gesetz der noch eingeschränkten Liquidität und Fungibilität von Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften, PPP-Projekten oder Nießbrauchrechten.<sup>441</sup> Ein Zweitmarkt für den Handel von Beteiligungen an diesen Vermögensgegenständen existiert in Deutschland bisher noch nicht.

Die **Fungibilität der Anteile** offener PPP-Publikumsfonds ist aufgrund der Möglichkeit der Anleger, die Anteile zweimal im Jahr zurückzugeben, als mittel bis hoch einzuschätzen. Dadurch wird die Unsicherheit der Anleger hinsichtlich des Verhaltens des Investors verringert. Ein institutionalisierter Zweitmarkt für den Handel von Anteilen an einem offenen PPP-Publikumsfonds ist daher nicht erforderlich.

Die gesetzlich vorgeschriebenen **Informationsrechte der Anleger** sind bei offenen PPP-Publikumsfonds sehr hoch und entsprechen denen offener Immobilien-Publikumsfonds. Demnach müssen das Verkaufsprospekt veröffentlicht, Vertragsbedingungen durch die BaFin genehmigt sowie Halbjahres- und Jahresberichte publiziert werden.<sup>442</sup> Hierfür werden jeweils genaue Vorschriften im Investmentgesetz gemacht.

Auch verfügen die Anleger offener PPP-Publikumsfonds über hohe **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten**, die jedoch etwas geringer sind als bei offenen Immobilien-Publikumsfonds. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Anteile lediglich einmal monatlich durch die Depotbank bewertet werden und auch die Veröffentlichungen der Anteilspreise nur einmal im Monat erfolgt.<sup>443</sup> Daher ist die Beobachtbarkeit der Wertentwicklung der Anteile durch die Anleger bei offenen PPP-Publikumsfonds zwar etwas geringer als bei offenen Immobilien-Publikumsfonds, aber immer noch als hoch einzuschätzen.<sup>444</sup>

Da auch bei offenen PPP-Publikumsfonds die Anteilspreise den Wert des Fondsvermögens widerspiegeln, sind Anleger über den **Wert des Vermögens** gut informiert. Auch hier erfolgt die Bewertung des bestehenden Vermögens durch einen Sachverständigenausschuss, der den Verkehrswert der Immobilien nach dem Ertragswertverfahren sowie den Wert der Beteiligungen nach den für die Bewertung von Unternehmensbeteiligungen üblichen Verfahren ermittelt.<sup>445</sup>

---

<sup>440</sup> Vgl. § 90d InvG, 2007.

<sup>441</sup> Vgl. Entwurf InvÄndG, 2007, S. 196.

<sup>442</sup> Zu den Publizitätspflichten offener Immobilien-Publikumsfonds siehe in Kapitel 3.1.2.

<sup>443</sup> Vgl. § 90d InvG, 2007.

<sup>444</sup> Bei offenen Immobilien-Publikumsfonds wird der Anteilswert bei jeder börsentäglich möglichen Rückgabe, mindestens jedoch zweimal im Monat, ermittelt und veröffentlicht. Vgl. § 36 InvG, 2007.

<sup>445</sup> Siehe dazu auch die Ausführungen zur Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen Immobilien-Publikumsfonds in Kapitel 3.1.2.



Offene PPP-Publikumsfonds verfügen ebenfalls über eine externe **Geschäftsführung**. Dies führt dazu, dass das Management ggf. andere Interessen verfolgt als die Anleger, da es keine Beteiligung an den einzelnen Fonds bzw. Sondervermögen hält. Daher fehlen Anreize für ein optimiertes Fondsmanagement und die Unsicherheit für die Anleger hinsichtlich des Verhaltens der Manager wird verstärkt.<sup>446</sup>

Eine Besonderheit bei offenen PPP-Publikumsfonds ist, dass das Investmentgesetz Anforderungen an die fachliche Eignung der Portfoliomanager vorgibt. Demnach müssen diese theoretische Kenntnisse und ausreichend praktisches Erfahrungswissen auf dem Gebiet von PPP-Projekten aufweisen.<sup>447</sup>

### 3.2.3 Definierter Gestaltungsrahmen offener PPP-Publikumsfonds

Die möglichen geschäftlichen Aktivitäten und Leistungen sind auch bei offenen PPP-Publikumsfonds<sup>448</sup> durch den normierten Handlungsspielraum und die Ausgestaltung der PA-Beziehung beschränkt. Dies wird im folgenden Abschnitt erörtert und ein definierter Gestaltungsrahmen abgeleitet.<sup>449</sup> Wie dieser auch das Investitionsverhalten offener PPP-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt beeinflusst, wird in Kapitel 5.2 dargelegt. Im Folgenden werden zunächst allgemeingültige Aussagen getroffen.

Für den Anleger als Prinzipal ergibt sich aus der Delegation der Kapitalanlage an den offenen PPP-Publikumsfonds als Agent, unter der Annahme opportunistischen Verhaltens des Agenten und asymmetrischer Informationsverteilung, eine gewisse Unsicherheit, die durch den sehr geringen normierten Handlungsspielraum und die Ausgestaltung der PA-Beziehung begrenzt wird. Daher ist auch die Unsicherheit bezüglich des Handelns des Fonds für den Anleger gering. Dies resultiert in relativ geringen Renditeforderungen des Anlegers und damit geringen Kapitalkosten des offenen PPP-Publikumsfonds.<sup>450</sup> Sie streben einen mittel- bis langfristigen Anlagezeitraum an.<sup>451</sup>

Die Kernkompetenz offener PPP-Publikumsfonds liegt aufgrund des sehr geringen normierten Handlungsspielraums auf **portfoliobezogenen Dienstleistungen** und damit der Diversifizierung des Immobilienportfolios.<sup>452</sup> Dies wird zum einen durch die Anlagegrenzen im Investmentgesetz vorgegeben und kann zum anderen durch Investitionen in Immobilien an verschiedenen Standorten, mit unterschiedlichen Volumina und Nutzungsarten sowie mit differierenden Vertragsmodellen erreicht werden. Zu den portfoliobezogenen Leistungen

<sup>446</sup> Lediglich der Wettbewerb zwischen den KAG trägt zur Performanceorientierung des Managements bei. In Anlehnung an: ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 107.

<sup>447</sup> Vgl. § 90f InvG, 2007.

<sup>448</sup> Die folgenden Ausführungen erfolgen in Anlehnung an die angegebenen Quellen, die sich jedoch auf offene Immobilien-Publikumsfonds beziehen. Die Autorin überträgt die Erkenntnisse auf offene PPP-Publikumsfonds.

<sup>449</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.

<sup>450</sup> In Anlehnung an: Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49. Aussagen zu konkreten Renditen, die mit offenen PPP-Publikumsfonds zu erzielen sind, können nicht gemacht werden, da bisher noch kein offener PPP-Publikumsfonds aufgelegt wurde.

<sup>451</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>452</sup> In Anlehnung an: Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

eines offenen PPP-Publikumsfonds zählt auch das Liquiditätsmanagement, das die optimale Anlage liquider Mittel am Kapitalmarkt, die Sicherstellung kurzfristiger Liquidität sowie gezielte Kreditaufnahmen umfasst.<sup>453</sup>

Der sehr geringe normierte Handlungsspielraum führt auch dazu, dass sich offene PPP-Publikumsfonds jedoch kaum für umfassende und komplexe **immobilienbezogene Dienstleistungen** eignen. Darunter fällt z.B. die Durchführung von Projektentwicklungen,<sup>454</sup> die einen größeren Handlungsspielraum erfordert. Ob diese Fonds in der Praxis in einem geringen Umfang auch immobilienbezogene Leistungen übernehmen können, wird von der bei dem einzelnen Fonds (bzw. KAG) vorhandenen Kernkompetenz sowie der Immobilienart beeinflusst.<sup>455</sup> Daher werden sich offene PPP-Publikumsfonds auf die Projektakquisition, das Facility Management<sup>456</sup> und das Asset Management sowie den Vertrieb der Anteile, das Marketing und Researchtätigkeiten konzentrieren. Pflichtaufgaben eines offenen PPP-Publikumsfonds sind das Fondscontrolling sowie das Informations- und Berichtswesen.<sup>457</sup>

Da offene PPP-Publikumsfonds über einen sehr geringen normierten Handlungsspielraum verfügen, können sie lediglich in risikoarme Projekte investieren. Die **Übernahme** von hohen **Risiken** durch einen offenen PPP-Publikumsfonds würde aufgrund der fehlenden direkten Einflussmöglichkeiten und der damit verbundenen Informationsasymmetrie zwischen Anleger und Fonds zu einem hohen Maß an Unsicherheit seitens der Anleger führen. Dies wird dadurch verstärkt, dass Anleger ihre Anteile zweimal jährlich zurückgeben können. Hier ist zwar die Gefahr eines Banken-Run nicht in dem Maße gegeben, wie dies bei offenen Immobilien-Publikumsfonds der Fall ist,<sup>458</sup> einen gewissen Druck können die Anleger jedoch trotz allem ausüben. Zudem könnte die im Vergleich zu offenen Immobilien-Publikumsfonds eingeschränkte Fungibilität der Anteile bei der Übernahme hoher Risiken durch den Fonds dazu führen, dass Anleger das Produkt offene PPP-Publikumsfonds nicht annehmen.

Darüber hinaus müssen offene PPP-Publikumsfonds aufgrund der relativ geringen Verzinsungsansprüche der Anleger auch nicht in risikoreiche Projekte investieren. Dazu kommt, dass offene PPP-Publikumsfonds über eine externe Geschäftsführung gemanagt werden und es aufgrund der möglichen Interessenkonflikte zu einer Verstärkung der Risiken kommen kann, weshalb PPP-Publikumsfonds keine hohen Risiken eingehen sollten.<sup>459</sup>

PPP-Publikumsfonds sind, ähnlich wie offene Immobilien-Publikumsfonds, aufgrund der einmal im Monat erfolgenden Bewertung der Anteile und der regelmäßigen Veröffentlichung der Anteilspreise gut geeignet, **Wertentwicklungen abzubilden**. Sie können daher gut in Immobilien mit hohem Wertentwicklungspotential investieren.<sup>460</sup>

---

<sup>453</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 119f.

<sup>454</sup> Offene PPP-Publikumsfonds nehmen lediglich aus ganz bestimmten strategischen Gründen Projektentwicklungen vor. Siehe dazu Kapitel 3.1.3.

<sup>455</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>456</sup> Offene PPP-Publikumsfonds erbringen jedoch keine operativen Leistungen, wie z.B. die Reinigung.

<sup>457</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 116ff.

<sup>458</sup> Diese Regelung wurde vor allem vor dem Hintergrund der begrenzten Fungibilität von PPP-Immobilien und Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften ins Investmentgesetz eingeführt.

<sup>459</sup> Vgl. Sotelo, Investmentgesetz, 2007, S. 324.

<sup>460</sup> In Anlehnung an: Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 716; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 705. Welche Auswirkungen dies auf Investitionen in PPP-Projekte hat, wird in Kapitel 5.2 erörtert.

Der **definierte Gestaltungsrahmen** eines offenen PPP-Publikumsfonds ist insgesamt **gering**. Dies ergibt sich aus dem sehr geringen normierten Handlungsspielraum und der konkreten Ausgestaltung der PA-Beziehung. Hier tragen insbesondere die hohen Überwachungs- und Informationsrechte sowie die durch das externe Management entstehenden Anreizprobleme zur Beschränkung der geschäftlichen Aktivitäten bei. Aufgrund der weniger starken indirekten Einflussrechte ist der definierte Gestaltungsrahmen jedoch etwas höher als bei offenen Immobilien-Publikumsfonds.

### 3.3 Offene PPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen)

Eine Kapitalanlagegesellschaft kann auch Spezialfonds über Auflegung eines Spezial-Sondervermögens initiieren. Dabei müssen jedoch die vorgegebenen Fondstypen bzw. Sondervermögen beibehalten werden.<sup>461</sup> Mit der Novellierung des Investmentgesetzes wird es Kapitalanlagegesellschaften ermöglicht, Spezialfonds für Investitionen in PPP-Projekte über Infrastruktur-Spezial-Sondervermögen<sup>462</sup> aufzulegen.<sup>463</sup>

Da institutionelle Anleger, wie Versicherungen oder Pensionskassen, in Spezialfonds investieren, sind die Anlagevorschriften und Bestimmungen, die private Anleger schützen sollen, hier nicht erforderlich. Zudem sind Versicherungen und Pensionskassen selbst bereits einer Regulierung unterworfen.<sup>464</sup>

Das Zusammenspiel zwischen Kapitalanlagegesellschaft, Anleger, Depotbank sowie die Rolle der Sachverständigen und der BaFin entspricht auch bei PPP-Spezialfonds den Ausführungen in Kapitel 3.1. Zusätzlich kann jedoch ein Anlegerausschuss gegründet werden, der sich aus Vertretern der Anleger und Immobilienspezialisten zusammensetzt und beratende Funktionen übernimmt. Hier werden die grundsätzliche strategische Ausrichtung des Spezialfonds und dessen langfristigen Ziele festgelegt. So können die individuellen Anforderungen der Anleger an ihren Spezialfonds berücksichtigt werden.<sup>465</sup>

Auf die wesentlichen Unterschiede eines offenen PPP-Spezialfonds im Vergleich zu einem offenen PPP-Publikumsfonds wird in den nächsten Kapiteln eingegangen. Dabei wird zunächst der normierte Handlungsspielraum analysiert.

#### 3.3.1 Normierter Handlungsspielraum offener PPP-Spezialfonds

Der normierte Handlungsspielraum offener PPP-Spezialfonds wird insbesondere durch die Regelungen des Investmentgesetzes determiniert, die im folgenden Abschnitt dargelegt werden.<sup>466</sup>

<sup>461</sup> Vgl. § 91 InvG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 109.

<sup>462</sup> Diese werden im Folgenden als offene PPP-Spezialfonds bezeichnet.

<sup>463</sup> Vgl. Art. 1, Nr. 71 InvÄndG, 2007.

<sup>464</sup> Vgl. InvÄndG, 2007, S. 202.

<sup>465</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 112.

<sup>466</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

Offene PPP-Spezialfonds unterliegen den **rechtlichen Restriktionen** der §§ 91-95 des Investmentgesetzes. Sie werden jedoch in einem etwas geringeren Maße als offene Publikumsfonds durch die **BaFin beaufsichtigt**, da hier die Vertragsbedingungen nicht genehmigt werden müssen.<sup>467</sup>

Die **Anlagegrenzen** von offenen PPP-Spezialfonds werden im Investmentgesetz bestimmt. Demnach darf eine Kapitalanlagegesellschaft bei Auflegung eines offenen PPP-Spezialfonds grundsätzlich sämtliche für offene PPP-Publikumsfonds zulässige Vermögensgegenstände erwerben. Daneben können für einen offenen PPP-Spezialfonds, wenn die Anleger zustimmen und die Vertragsbedingungen dies vorsehen, auch Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften<sup>468</sup> und Immobilien vor Beginn der Betriebsphase, d.h. in der Angebots- oder Bauphase erworben werden.<sup>469</sup>

Für Spezialfonds gibt es im Investmentgesetz keine Vorschriften zur Vorhaltung von **liquiden Mitteln**. Dies kann zu einer Einschränkung der Fungibilität der Anteile für die Anleger führen. Des Weiteren können PPP-Spezialfonds von den vorgeschriebenen Anlagegrenzen für Infrastruktur-Sondervermögen abweichen, sofern eine angemessene Risikostreuung gewährleistet wird und die Anleger zustimmen.<sup>470</sup> Explizite Vorgaben zur **Risikostreuung** bzw. zur Diversifikation des Anlagevermögens werden für PPP-Spezialfonds nicht gemacht.

Hinsichtlich der **Kreditaufnahme** unterliegen offene PPP-Spezialfonds ebenfalls den Beschränkungen des § 80a des Investmentgesetzes, nach dem Kredite im Wert von maximal 50% des Verkehrswertes der Immobilien aufgenommen werden dürfen.<sup>471</sup>

→ Offene PPP-Spezialfonds unterliegen wesentlich geringeren rechtlichen Regelungen als offene Publikumsfonds, weshalb ihr normierter Handlungsspielraum auch höher ist. Mit der Novellierung des Investmentgesetzes wurden die Vorschriften weiter liberalisiert. Da es jedoch gewisse limitierende Vorschriften im Investmentgesetz gibt und offene PPP-Spezialfonds nicht ganz frei agieren können, verfügen sie über einen **geringen bis mittleren normierten Handlungsspielraum**.

#### 3.3.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei offenen PPP-Spezialfonds

Auch bei offenen PPP-Spezialfonds wird die Prinzipal-Agent-Beziehung durch Rechte des Prinzipals sowie Anreize für den Agenten charakterisiert,<sup>472</sup> die im Folgenden näher betrachtet werden.

---

<sup>467</sup> Vgl. § 93 (1) InvG, 2007.

<sup>468</sup> Der Erwerb von Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften war vor der Novellierung des Investmentgesetzes für Spezialfonds nur in dem Maße zulässig, als das damit keine über den Rahmen des InvG hinausgehenden Risiken eingegangen werden. Vgl. Jacob / Stuhr, Finanzierung Bauwirtschaft, 2006, S. 33.

<sup>469</sup> Vgl. § 91 InvG, 2007.

<sup>470</sup> Des Weiteren müssen die Vertragsbedingungen darauf hinweisen und es müssen die vorgegebenen Arten von Sondervermögen beibehalten werden. Vgl. § 91 InvG, 2007.

<sup>471</sup> Vgl. § 91 InvG, 2007.

<sup>472</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.

Anders als bei offenen Publikumsfonds besteht bei offenen Spezialfonds die Möglichkeit der Anleger, **direkten Einfluss** auf die Geschäftsführung über den Anlegerausschuss zu nehmen. Dieser kann die strategische Ausrichtung des Spezialfonds und dessen langfristigen Ziele festlegen.<sup>473</sup>

Die **indirekten Einflussmöglichkeiten** der Anleger durch die Rückgabe ihrer Anteile sind jedoch bei PPP-Spezialfonds begrenzt, da die Anteile nur zu bestimmten Rückgabeterminen, aber mindestens einmal innerhalb von zwei Jahren von der Kapitalanlagegesellschaft zurückgenommen werden müssen. Im Gegensatz zu offenen PPP-Publikumsfonds muss keine Rückgabefrist eingehalten werden. Auch der Wert der Anteile, die zurückgegeben werden können, ist nicht begrenzt.<sup>474</sup>

Die Rückgabemöglichkeit der Anteile ist in der Praxis auch aufgrund der gesetzlich nicht vorgeschriebenen Mindestliquidität de facto eingeschränkt, da die Kapitalanlagegesellschaft die Rücknahme der Anteile aussetzen kann. Um trotzdem Anteile zurücknehmen zu können, kann die Kapitalanlagegesellschaft Immobilien oder Beteiligungen veräußern. Damit dies jedoch nicht entgegen wirtschaftlicher Gesichtspunkte erfolgen muss, ist häufig nur eine Umplatzierung innerhalb der bestehenden Anlegerschaft möglich, zu der die Kapitalanlagegesellschaft ihre Zustimmung erteilen muss.<sup>475</sup> Demnach ist das Drohpotential der Anleger gegenüber dem Fonds aufgrund der nicht vorgeschriebenen Mindestliquidität und damit größerer Wahrscheinlichkeit des Aussetzens der Anteile vom Handel geringer als bei offenen PPP-Publikumsfonds.

Auch die **Fungibilität der Anteile** ist aufgrund der begrenzten Rückgabemöglichkeit als mittel einzuschätzen. Dazu trägt auch bei, dass ein **Zweitmarkt** für den Handel von Anteilen an PPP-Spezialfonds in Deutschland bisher nicht existiert.

Die **Informationsrechte** von Anlegern offener PPP-Spezialfonds sind geringer als bei offenen Publikumsfonds und insgesamt als mittel bis hoch einzuschätzen. So besteht zwar auch für offene PPP-Spezialfonds Prospektpflicht, was zu einer guten Information der Anleger vor Anteilserwerb führt, die Vertragsbedingungen bedürfen jedoch nicht der Genehmigung durch die BaFin. Des Weiteren wurde die Pflicht zur Erstellung und Veröffentlichung eines Halbjahresberichtes mit der Novellierung des Investmentgesetzes im Jahre 2007 abgeschafft.<sup>476</sup>

Die **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten** der Anleger, d.h. die Beobachtbarkeit der Wertentwicklung der Anteile und des Fondsvermögens durch die Anleger ist bei offenen PPP-Spezialfonds begrenzt. Dies resultiert aus der Tatsache, dass das Investmentgesetz für Anlagevehikel für institutionelle Anleger keine Vorschriften zur Ermittlung der Anteilswerte und zur Veröffentlichung der Ausgabe- und Rücknahmepreise macht.<sup>477</sup> So können offene PPP-Spezialfonds grundsätzlich selbst bestimmen, wann sie die Anteilspreise publizieren.

---

<sup>473</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 112.

<sup>474</sup> Vgl. § 95 (4) InvG, 2007.

<sup>475</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 112.

<sup>476</sup> Vgl. § 93 InvG, 2007; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 113.

<sup>477</sup> Vgl. § 95 (4) InvG, 2007.

Grundsätzlich erfolgt jedoch auch hier die Ermittlung des Anteilwertes durch die Depotbank und die Bewertung des Vermögens durch Ermittlung des Verkehrswertes der Objekte sowie des Wertes der Beteiligungen an Gesellschaften durch den Sachverständigenausschuss.<sup>478</sup>

Die **Geschäftsführung**, die das Immobilienmanagement eines offenen PPP-Spezialfonds übernimmt, ist nicht am Sondervermögen beteiligt, d.h. sie agiert extern. Dies kann dazu führen, dass kein Anreiz zu einem optimierten Fondsmanagement besteht, da die Interessen von Anleger und Manager nicht übereinstimmen. Im Ergebnis wird dadurch die Unsicherheit der Anleger hinsichtlich des Verhaltens der Manager verstärkt.<sup>479</sup>

#### 3.3.3 Definierter Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds

Der im Vergleich zu offenen PPP-Publikumsfonds höhere normierte Handlungsspielraum offener PPP-Spezialfonds<sup>480</sup> ermöglicht diesen, umfangreichere geschäftliche Aktivitäten zu erbringen. Auch die konkrete Ausgestaltung der PA-Beziehung trägt dazu bei.<sup>481</sup> Diese Zusammenhänge werden im Folgenden zunächst allgemeingültig erörtert. Welche konkreten Auswirkungen dies hinsichtlich der Eignung von offenen PPP-Spezialfonds für Investitionen in PPP-Projekte hat, wird in einem Investitionsmodell in Kapitel 5.3 dargelegt.

Da offene PPP-Spezialfonds einen geringen bis mittleren normierten Handlungsspielraum aufweisen, besteht für die Anleger als Prinzipale, die die Kapitalanlage an das Anlagevehikel als Agent delegieren, eine geringe bis mittlere Unsicherheit bezüglich des Handelns des Agenten. Darauf reagieren die Anleger mit geringen bis mittleren Verzinsungsansprüchen, was auch zu geringen bis mittleren Kapitalkosten offener PPP-Spezialfonds führt.<sup>482</sup> In der Praxis impliziert dies eine Rendite, die zwischen 5 und 6% liegt.<sup>483</sup> Der Anlagehorizont ist dabei mittel- bis langfristig.<sup>484</sup>

Die **portfoliobezogenen Dienstleistungen** stehen aufgrund des etwas größeren normierten Handlungsspielraums bei offenen PPP-Spezialfonds nicht derart im Vordergrund, wie dies bei offenen PPP-Publikumsfonds der Fall ist. So schreibt das Investmentgesetz keine Anlagegrenzen oder das Vorhalten von Liquidität vor. Trotzdem werden auch offene PPP-Spezialfonds bemüht sein, durch Diversifikation der Anlage, z.B. nach Standort, Immobilienart oder Volumina, und durch Liquiditätsmanagement, z.B. die optimale Anlage liquider Mittel, das Risiko für den Anleger zu minimieren.

Der geringe bis mittlere normierte Handlungsspielraum offener PPP-Spezialfonds führt zudem dazu, dass diese sich in einem gewissen Umfang für die Übernahme **immobilienbezogener Leistungen** eignen. So können sie z.B. Projekte im Stadium der

---

<sup>478</sup> Vgl. § 91 (2) InvG, 2007.

<sup>479</sup> In Anlehnung an: ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 107.

<sup>480</sup> Auch die Ausführungen zu den offenen PPP-Spezialfonds erfolgen in Anlehnung an die Quellen, die sich auf offene Immobilien-Publikumsfonds beziehen und von der Autorin übertragen werden.

<sup>481</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.

<sup>482</sup> In Anlehnung an: Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49.

<sup>483</sup> In Anlehnung an: Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 48. Dies sind jedoch Zahlen für offene Immobilien-Spezialfonds, die genauso strukturiert sind wie offene PPP-Spezialfonds, da bisher noch keine offenen PPP-Spezialfonds aufgelegt wurden. Bei dem von der LB Immo Invest GmbH geplanten offenen PPP-Spezialfonds ImmoSafe war eine Ausschüttung von 5,5% vorgesehen. Vgl. Jacob / Stuhr, Finanzierung Bauwirtschaft, 2006, S. 34. Dieser wurde jedoch nicht platziert.

<sup>484</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687ff.

Projektentwicklung halten und diese in einem gewissen Maße auch selbst steuern. Daneben übernehmen sie das Facility Management<sup>485</sup> der Immobilien und das Asset Management des gesamten Portfoliobestandes. Zu den Basisaktivitäten gehören auch hier die Projektakquisition und der Vertrieb der Anteile, das Marketing und Researchaktivitäten sowie das Fondscontrolling und das Informations- und Berichtswesen.<sup>486</sup>

Offene PPP-Spezialfonds eignen sich besser zur **Übernahme von Risiken** als offene Immobilien- oder PPP-Publikumsfonds. Dazu trägt zum einen der größere normierte Handlungsspielraum bei. Zum anderen spielen auch die Mitwirkungsrechte der Anleger im Anlegerausschuss eine wichtige Rolle, da Anleger so mitbestimmen und mitentscheiden können, welche Risiken sie bereit sind einzugehen. Die Informationsasymmetrien zwischen dem Anleger als Prinzipal und dem Fonds als Agent sind hier durch Informations- und Mitbestimmungsrechte verringert. Dazu trägt auch bei, dass es sich um institutionelle Anleger handelt, die i.d.R. die Risiken, die sie eingehen, besser einschätzen können. Dies und die bestehenden Einschränkungen bei der Rückgabe der Anteile verringern hier die Gefahr eines Banken-Run. Darüber hinaus müssen offene PPP-Spezialfonds, um die Renditeansprüche der Anleger erfüllen zu können, auch gewisse Risiken eingehen.

Einschränkend bezüglich der Risikoübernahme, z.B. im Vergleich zu REITs, wirkt bei offenen PPP-Spezialfonds jedoch auch die externe Geschäftsführung bzw. das externe Fondsmanagement. So können hier aufgrund fehlender Anreize für den Manager und mangelnder Interessenidentität zwischen dem Anleger und dem Manager übernommene Risiken aus Sicht des Anlegers verstärkt werden. Der bestehende Wettbewerb zwischen den Kapitalanlagegesellschaften wirkt aber in Richtung einer Performanceorientierung der Manager.<sup>487</sup>

Grundsätzlich sind offene PPP-Spezialfonds in einem mittleren Maße geeignet, **Wertentwicklungen abzubilden**, da die Bewertung der Anteile und die Veröffentlichung der Anteilspreise in Abhängigkeit von der Fondspolitik erfolgt. Trotzdem sind die Anleger durch den Anlegerausschuss und die jährlichen Berichte gut über die Anlagen informiert.

Aus dem geringen bis mittleren normierten Handlungsspielraum und der Ausgestaltung der PA-Beziehung ergibt sich ein **geringer bis mittlerer definierter Gestaltungsrahmen** für offene PPP-Spezialfonds. Durch die hohen direkten Mitwirkungsrechte der Anleger und die geringere Gefahr der verstärkten Anteilsrückgabe sind die möglichen geschäftlichen Aktivitäten von offenen PPP-Spezialfonds im Vergleich zu offenen Publikumsfonds erweitert.

### 3.4 Geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds zählen zu den bedeutendsten Immobilieninvestoren in Deutschland. Ihr Immobilienbestand betrug im Jahr 2004 insgesamt 95 Mrd. Euro, das entspricht einem Anteil von 31% am gesamten Immobilienbestand deutscher institutioneller Investoren.<sup>488</sup>

<sup>485</sup> Operative Leistungen, wie z.B. die Reinigung, werden von offenen PPP-Spezialfonds nicht selbst übernommen, vielmehr werden spezialisierte Unternehmen von ihnen beauftragt und gesteuert.

<sup>486</sup> Vgl. Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 116ff.

<sup>487</sup> In Anlehnung an: ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 107.

<sup>488</sup> Vgl. Bulwien, Perspektiven des Immobilienmarktes, 2006, S. 53.

Geschlossene Immobilienfonds sind Anlagevehikel, die von Fondsinitiatoren mit unterschiedlichem Hintergrund aufgelegt werden. Dabei kann zwischen Fondsinitiatoren mit Bauherreneigenschaft, wie Bauunternehmen oder Projektentwicklern, und Fondsinitiatoren mit Erwerbereigenschaft, wie Banken und Versicherungen, oder freien Anbietern sowie Betreibern von Hotels oder Krankenhäusern unterschieden werden.<sup>489</sup>

Geschlossene Immobilienfonds werden in der Rechtsform der Personengesellschaft aufgelegt, also als Gesellschaft bürgerlichen Rechts (GbR) oder als Kommanditgesellschaft (KG) oder in mit diesen verwandten Strukturen, wie etwa einer GmbH & Co. KG. Da bei einem geschlossenen Fonds dem einzelnen Gesellschafter die steuerlichen Ergebnisse anteilig zugewiesen werden sollen, scheiden Kapitalgesellschaften als Rechtsform aus.<sup>490</sup>

Die Rechtsform der GbR ist aufgrund der unbeschränkten Haftung der Anleger für die weiteren Betrachtungen in diesem Kontext nicht relevant. Die folgenden Ausführungen beziehen sich deshalb auf geschlossene Immobilienfonds, die als Kommanditgesellschaften, insbesondere als GmbH & Co. KG, bei der die Haftung des Komplementärs auf das Stammkapital der GmbH begrenzt wird, aufgelegt werden.<sup>491</sup>

Die Fondsinitiatoren bieten vermögenden privaten oder institutionellen Investoren Anteile am Fonds zum Kauf an. Die Anleger, deren Zahl begrenzt ist, erwerben zumeist über eine Treuhandgesellschaft Beteiligungen als Kommanditisten an der Kommanditgesellschaft. Der zu zeichnende Betrag steht von vornherein fest. Ist dieser Betrag voll gezeichnet, d.h. alle Anteile platziert, wird der Fonds geschlossen.<sup>492</sup>

Die Platzierung der Anteile erfolgt außerhalb der Börse entweder öffentlich (Public Placement) als Publikumsfonds oder nicht öffentlich (Private Placement) für einen begrenzten Investorenkreis.<sup>493</sup> In Publikumsfonds investieren zumeist private Anleger mit kleinen Kapitalbeträgen; bei Private Placements wird zumeist eine Untergrenze, von z.B. 150.000 Euro oder 500.000 Euro, festgelegt, weshalb hier eher institutionellen Anleger investieren.<sup>494</sup>

---

<sup>489</sup> Vgl. Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 1995, S. 31. Zur stärksten Initiatorengruppe zählen die Banken. Vgl. Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 154. Leasingfonds sind geschlossene Fonds, die die im Fondsvermögen befindliche Immobilie dem Leasingnehmer gegen Zahlung einer Leasingrate zur Nutzung zur Verfügung stellen. Vgl. Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 181.

<sup>490</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687ff; Klumpe / Nastold, Immobilienfonds, 1993, S. 27. Des Weiteren ist das Auflegen einer Kapitalgesellschaft zumeist auch mit hohen Kosten verbunden. Vgl. Loritz / Pfnür, Geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 7f.

<sup>491</sup> Vgl. Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 157.

<sup>492</sup> Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 60; Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 154, Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 177.

<sup>493</sup> Bei Privatemissionen können Unternehmen, wie Projektentwickler, Kapital, z.B. in Form von Kommanditanteilen, am nicht-börslichen Kapitalmarkt über private Verträge ohne staatliche Reglementierung aufnehmen. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 50.

<sup>494</sup> Vgl. Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 111.



Seit Abschaffung der Steuervorteile<sup>495</sup> richten sich geschlossene Immobilienfonds verstärkt an vermögende Anleger und sind stärker renditeorientiert. Daher sind hohe, langfristig steigende Ausschüttungen das Ziel der Anleger in geschlossene Immobilienfonds.<sup>496</sup>

### 3.4.1 Normierter Handlungsspielraum geschlossener Immobilienfonds

Zwischen dem Anleger und dem geschlossenen Immobilienfonds besteht eine Prinzipal-Agent-Beziehung, die durch einen normierten Handlungsspielraum des Fonds charakterisiert wird.<sup>497</sup> Dieser wird im Folgenden analysiert.

Geschlossene Immobilienfonds unterliegen nicht den **rechtlichen Restriktionen** des Investmentgesetzes. Somit sind ihnen auch keine Anlagegrenzen vorgeschrieben, so dass sie frei wählen können, in welche Produkte sie in welcher Form investieren. Daher ist auch eine sehr große Vielfalt von Fondsformen zu verzeichnen.<sup>498</sup>

Aus Gründen des Anlegerschutzes unterliegen geschlossene Immobilienfonds jedoch der Prospekthaftung. Damit geht eine gewisse **Beaufsichtigung durch die BaFin** einher, da die Verkaufsprospekte seit Inkrafttreten des Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG) Mitte 2005 von der BaFin geprüft und genehmigt werden.<sup>499</sup>

Der **Geschäftszweck** geschlossener Immobilienfonds ist der Erwerb von Grundstücken und grundstücksgleichen Rechten, die sie bebauen und verwalten. Dabei unterscheidet man in Anlageimmobilien mit festen Mieten, wie z.B. Bürogebäude oder Wohnimmobilien, und in Betreiberimmobilien, bei denen die Erträge vom wirtschaftlichen Erfolg des Betreibers abhängig sind, wie z.B. Seniorenimmobilien oder Hotels. Den Investitionsschwerpunkt geschlossener Immobilienfonds bilden jedoch Bürogebäude, Einzelhandel- sowie teilweise auch Spezialimmobilien.<sup>500</sup>

Bei den meisten geschlossenen Immobilienfonds steht bei Emission der Anteile schon fest, welche Immobilien erworben werden sollen. Dies wird in den Verkaufsprospekten detailliert beschrieben. Ausnahmen bilden Blindpool-Fonds, bei denen die Anlageprodukte bei der Auflage des Fonds noch unbestimmt sind.<sup>501</sup>

Zwar gibt es bei geschlossenen Immobilienfonds keine Vorschriften zu **Anlagegrenzen** in konkreter gesetzlicher Form, sie unterliegen jedoch wirtschaftlichen Restriktionen, die zu einem Großteil auf die steuerliche Behandlung zurückzuführen sind. Diese steuerlichen

<sup>495</sup> Mit in Kraft treten des 5. Bauherrenenerlasses vom 20. Oktober 2003 wurden die Möglichkeiten der Verlustzuweisung bei geschlossenen Fonds beschränkt. Vgl. BMF, 5. Bauherrenenerlass, 2003.

<sup>496</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 694; Loritz / Pfnür, Geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 39f.

<sup>497</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

<sup>498</sup> Es können genannt werden: ausschüttungsorientierte Fonds, Ansparfonds, Blindpool-Fonds, Modernisierungsfonds, Leasingfonds oder Auslandsfonds. Vgl. Klumpe / Nastold, Immobilienfonds, 1993, S. 26f; Opitz, geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 95; Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 46f.

<sup>499</sup> Vgl. Art. 2 AnSVG, 2004; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 289ff; § 8f VerkaufsprospG, 2005.

<sup>500</sup> Vgl. Opitz, geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 91f. Beispiele für Investitionen geschlossener Immobilienfonds finden sich bei: Loritz / Pfnür, Geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 43ff.

<sup>501</sup> Vgl. Klumpe / Nastold, Immobilienfonds, 1993, S. 27; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 691.

Beschränkungen des normierten Handlungsspielraums gelten zumeist für geschlossene Immobilienfonds, die sich an private Anleger richten. So erzielt ein Privatanleger bei einem geschlossenen Immobilienfonds, der Vermögen verwaltet, Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung. Die Besteuerung erfolgt direkt beim Anleger, nicht auf Gesellschaftsebene.<sup>502</sup>

Voraussetzung für die Erzielung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung ist, dass der Fonds nicht nur das zivilrechtliche Eigentum, sondern auch das wirtschaftliche Eigentum an der Immobilie hält. Ansonsten erzielt der Anleger Einkünfte aus Kapitalvermögen.<sup>503</sup> Des Weiteren muss bei einer GmbH & Co. KG die Geschäftsführung von geschäftsführenden Kommanditisten übernommen werden, um die Einkunftsart Vermietung und Verpachtung sicher zu stellen.<sup>504</sup>

Unter bestimmten Voraussetzungen erzielen geschlossene Immobilienfonds auch Einkünfte aus Gewerbebetrieb. Dies ist zum einen der Fall, wenn sie kurzfristig Immobilien veräußern und damit gewerblichen Grundstückshandel betreiben.<sup>505</sup> Zum anderen ist ein Fonds gewerblich tätig, wenn er über die Vermögensverwaltung hinausgehende Tätigkeiten selbst erbringt. Insgesamt sind Einkünfte aus Gewerbebetrieb für private Anleger günstiger als Einkünfte aus Kapitalvermögen, jedoch weniger vorteilhaft als Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung.<sup>506</sup>

Geschlossene Immobilienfonds können, wenn sie für institutionelle Investoren aufgelegt werden, eigene Bauprojekte bzw. Projektentwicklungen vornehmen. Dabei wird ihnen die Bauherreneigenschaft zuerkannt, wenn sie auf eigene Rechnung und Gefahr bauen oder bauen lassen.<sup>507</sup> Geschlossene Immobilienfonds, die sich an private Anleger richten, treten jedoch auch aus den oben genannten steuerlichen Gründen zumeist als Erwerber bestehender Immobilien auf.

Die Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds, z.B. als Kommanditist an einer Projektgesellschaft, ist grundsätzlich möglich. Dabei ist jedoch auf die konkrete Ausgestaltung der Projektgesellschaft und der Beteiligung zu achten, um die Einkunftsart Vermietung und Verpachtung zu erzielen.<sup>508</sup> Dies spielt insbesondere bei Publikumsfonds für private Anleger eine Rolle.

---

<sup>502</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 290.

<sup>503</sup> Des Weiteren muss der Anleger als Miteigentümer eingestuft werden können, um Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung zu erzielen. Dies ist bei Treuhänderlösungen zu berücksichtigen. Vgl. Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 126ff.

<sup>504</sup> Vgl. Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 67; Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 157.

<sup>505</sup> Dies ist der Fall, wenn mehr als drei Objekte in einem Zeitraum von fünf Jahren verkauft werden. Vgl. BMF, Gewerblicher Grundstückshandel, 2004, S. 3. Weitere Ausführungen zur steuerlichen Behandlung finden sich z.B. bei: Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 1995, S. 66ff; Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 120ff.

<sup>506</sup> Vgl. Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 132f.

<sup>507</sup> Die Zurechnung der Bauherreneigenschaft hat steuerliche Auswirkungen bezüglich der Anrechnung der Werbungskosten auf Anlegerebene. Vgl. Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 99; Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 190; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 693.

<sup>508</sup> Vgl. Interview Eilbacher, 2007. Ein Beispiel für eine Beteiligung an einer Projektgesellschaft ist der geschlossene Immobilienfonds „Substanzwerte Deutschland 3“ des Initiators Hannover Leasing. Vgl. Hannover Leasing, Substanzwerte Deutschland 3, 2007.

Vorschriften zum Vorhalten von **Liquidität**, zur **Kreditaufnahme** oder **Risikostreuung**, wie sie für offene Immobilienfonds existieren, werden für geschlossene Immobilienfonds nicht gemacht. Die Risikostreuung ist bei geschlossenen Immobilienfonds, die aus einem oder zumindest einer geringen Zahl von Investitionsobjekten, so genannten One Property Funds, bestehen, nur eingeschränkt möglich. Bei Multi Property Fonds dagegen, die in mehrere Objekte investieren, können Risiken besser diversifiziert werden.<sup>509</sup> Die Liquiditätsreserven geschlossener Immobilienfonds sind i.d.R. begrenzt und abhängig von der Konzeption des Fonds. Dies gilt ebenso für die Kreditaufnahme geschlossener Immobilienfonds.<sup>510</sup>

- Der **normierte Handlungsspielraum** geschlossener Immobilienfonds ist im Vergleich zu anderen Immobilieninvestoren als **mittel** einzuschätzen. Zwar unterliegen sie kaum Vorschriften bezüglich der Anlagepolitik, ihnen sind jedoch gewissen Grenzen bei der Ausgestaltung der Investition gesetzt, die durch die steuerliche Behandlung und die damit im Zusammenhang stehenden wirtschaftlichen Restriktionen entstehen. Die betrifft vor allem geschlossene Immobilienfonds, die sich an private Anleger richten. Hier ist der normierte Handlungsspielraum etwas geringer.

### 3.4.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei geschlossenen Immobilienfonds

Die PA-Beziehung bei geschlossenen Immobilienfonds wird durch Anreize für den Agenten und Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte des Prinzipals determiniert.<sup>511</sup> Die konkrete Ausgestaltung wird im folgenden Abschnitt betrachtet.

Bei einem geschlossenen Immobilienfonds, der als KG oder GmbH & Co. KG aufgelegt wird, verfügen die Anleger als Prinzipale über geringe **direkte Einflussmöglichkeiten** auf die Geschäftsführung. Diese können sie über die Gesellschafterversammlung wahrnehmen.

Zudem bestehen für die Anleger keine **indirekten Einflussmöglichkeiten** auf die externe Verwaltung des geschlossenen Immobilienfonds, da die Verträge i.d.R. nicht gekündigt und daher die Anteile nicht zurückgegeben werden können.<sup>512</sup> Die Anleger haben somit kein Drohpotential gegenüber dem Anlagevehikel und können auch ihr Missfallen an der Geschäftsführung nicht zum Ausdruck bringen.

Aufgrund der fehlenden Rückgabemöglichkeit muss bei geschlossenen Immobilienfonds die **Fungibilität der Anteile** durch Veräußerung von Fondsanteilen auf einem funktionierenden Zweitmarkt sichergestellt werden. Ein solcher Zweitmarkt existierte bislang in Deutschland nicht. Mittlerweile können jedoch Anteile geschlossener Fonds auf institutionalisierten Zweitmärkten gehandelt werden, so dass Anleger einen Exit vornehmen können und sich die

<sup>509</sup> Vgl. Balk / Eller / Gutmann, Investmentfonds, 1993, S. 172; Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 1995, S. 33f.

<sup>510</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 693.

<sup>511</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.

<sup>512</sup> Vgl. Balk / Eller / Gutmann, Investmentfonds, 1993, S. 172; Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 713ff; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 696ff.

Unsicherheit für sie verringert. Auch bieten immer mehr Fondsinitiatoren ihren Anlegern Unterstützung bei der Veräußerung der Fondsanteile an.<sup>513</sup> Insgesamt ist die Fungibilität der Anteile bei geschlossenen Immobilienfonds als mittel bis hoch einzuschätzen.

Auch die **Informationsrechte der Anleger** sind weniger ausgeprägt als bei offenen Fonds. So müssen geschlossene Fonds zwar ein Verkaufsprospekt erstellen, das auch von der BaFin genehmigt werden muss, es existieren jedoch keine gesetzlichen Vorschriften für die Erstellung des Prospekts. Lediglich das Institut der Wirtschaftsprüfer in Deutschland (IDW) und der Verband Geschlossene Fonds (VGF) haben Grundsätze für den Prospektinhalt aufgestellt, an denen sich Initiatoren geschlossener Fonds i.d.R. orientieren.<sup>514</sup> Werden geschlossene Immobilienfonds als Kommanditgesellschaft ausgestaltet, besteht auch für sie Buchführungs- und Bilanzpflicht, so dass die Anleger über die Geschäftsberichte informiert werden. Des Weiteren stellen die Leistungsbilanzen vergangener Jahre eine wichtige Beurteilungsgrundlage für die Anlageentscheidung der Anleger dar.<sup>515</sup> Zudem bietet die Beschränkung der Haftung bei Kommanditgesellschaften den Anlegern Schutz.<sup>516</sup>

Anleger geschlossener Immobilienfonds haben nur geringe Möglichkeiten, ihre Anlage zu beobachten. Die **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten** werden dadurch begrenzt, dass die Bewertung der Anteile bei geschlossenen Fonds nur im Falle des Verkaufes der Anteile erfolgt und auch Anteilswerte i.d.R. nicht veröffentlicht werden.<sup>517</sup> Dies gilt auch für die Bewertung des Vermögens bzw. der Immobilien, die von geschlossenen Immobilienfonds gehalten werden. Auch fehlen ein Sachverständigenausschuss und genaue Vorgaben zur Bewertung, wie sie bei offenen Immobilienfonds existieren. Daher ist aus Sicht der Anleger die Beobachtbarkeit der Wertentwicklung der Anteile und des Vermögens des Fonds eingeschränkt.

Auch bei geschlossenen Immobilienfonds ist die **Geschäftsführung** extern. Sie wird i.d.R. durch die Fondsinitiatoren selbst übernommen, die nicht an dem eigentlichen Fonds beteiligt sind. Daher kann es dazu kommen, dass das Immobilien- bzw. Fondsmanagement nicht immer den Interessen der Anleger entspricht und entsprechende Anreize für ein optimiertes Fondsmanagement fehlen.<sup>518</sup>

#### 3.4.3 Definierter Gestaltungsrahmen geschlossener Immobilienfonds

Im Folgenden werden die Auswirkungen des mittleren normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung auf die möglichen geschäftlichen Aktivitäten geschlossener Immobilienfonds untersucht und ein definierter Gestaltungsrahmen

---

<sup>513</sup> Zu nennen sind hier bspw. die Fondsbörse Deutschland in Hamburg oder die Geschlossene Fonds Handelsplattform (Gefox) der Börse Düsseldorf. Vgl. Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 164.

<sup>514</sup> Vgl. Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 112ff. Der Prospektinhalt ist inzwischen durch die IDW Standards 4 „Grundsätze ordnungsmäßiger Beurteilung von Verkaufsprospekten über öffentlich angebotene Vermögensanlagen“ und die VGF-Standards zum Verkaufsprospekt weitgehend standardisiert. Vgl. VGF, Standards Prospekterstellung, 2004; Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 164.

<sup>515</sup> Vgl. Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 165. Der Verband Geschlossene Fonds (VGF) hat im Juli 2007 „Grundsätze und Leitlinien zur Erstellung von Leistungsbilanzen“ verabschiedet. Vgl. VGF, Standards Leistungsbilanz, 2007.

<sup>516</sup> Vgl. Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 1995, S. 63; Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 169.

<sup>517</sup> Vgl. Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 132f; Kunath, Fondsinitiatoren, 2005, S. 164.

<sup>518</sup> Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 115.

abgeleitet.<sup>519</sup> Die sich daraus ergebenden Implikationen hinsichtlich ihrer Eignung für PPP-Investitionen werden in Kapitel 5.4 ausführlich dargelegt. Im Folgenden werden zunächst allgemeingültige Aussagen getroffen.

Für den Anleger als Prinzipal ist die Delegation der Kapitalanlage an den Fonds als Agent mit einer gewissen Unsicherheit verbunden, da sich der Agent opportunistisch verhalten kann und Informationsasymmetrien bestehen. Da diese Unsicherheit durch den mittleren normierten Handlungsspielraum von geschlossenen Immobilienfonds und die Ausgestaltung der PA-Beziehung begrenzt wird, reagiert der Anleger mit mittleren Renditeansprüchen.<sup>520</sup> Diese resultieren in mittleren Kapitalkosten geschlossener Immobilienfonds. Die Rendite liegt erfahrungsgemäß bei etwa 6 bis 7% vor Steuern.<sup>521</sup> Aufgrund des Konstruktionsprinzips geschlossener Immobilienfond ist der Anlagehorizont eher langfristig.<sup>522</sup>

Geschlossene Immobilienfonds können aufgrund der begrenzten Anzahl der Projekte, die über einen Fonds finanziert werden, nur in geringem Maße Risikostreuung betreiben und demzufolge kaum **portfoliobezogene Dienstleistung** übernehmen.<sup>523</sup> Zudem verfügen sie über einen mittleren normierten Handlungsspielraum, der ihre geschäftlichen Aktivitäten weniger beschränkt und ausgenutzt werden sollte.

Daher eignen sie sich i.d.R. zur Übernahme **immobilienbezogener Dienstleistungen**. In welchem Maße sie diese übernehmen können, hängt sehr stark von den konkreten gesellschaftsvertraglichen Regelungen und vor allem auch von der Konzeption des einzelnen geschlossenen Immobilienfonds ab. Dabei spielt insbesondere eine Rolle, ob sie für private oder institutionelle Investoren aufgelegt werden. So resultieren über die Vermögensverwaltung hinausgehende immobilienbezogene Tätigkeiten eines geschlossenen Immobilienfonds in der steuerlichen Einordnung als Gewerbebetrieb, was für private Anleger weniger vorteilhaft ist als die Erzielung von Einkünften aus Vermietung und Verpachtung.<sup>524</sup>

Geschlossene Immobilienfonds konzentrieren sich üblicherweise auf eine oder wenige Immobilienarten, für die sie Know-how aufbauen. Kauf und Verkauf sowie die Verwaltung von Immobilien gehören zu den Kernkompetenzen. Daneben übernehmen sie das technische, kaufmännische und infrastrukturelle Facility Management<sup>525</sup> zur Betreuung der Immobilie und installieren ein Vermietungsmanagement. Sie verfügen häufig über umfassende Finanzierungskompetenzen und können somit sehr gut die Rolle des Finanzarrangeurs übernehmen.<sup>526</sup> Geschlossene Immobilienfonds, die für institutionelle Anleger aufgelegt werden, eignen sich gut für die Durchführung und Steuerung von Projektentwicklungen, insbesondere dann, wenn die zu erwartenden Mieteinnahmen im Vorfeld der Projektrealisierung bekannt sind.<sup>527</sup>

<sup>519</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.

<sup>520</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49.

<sup>521</sup> Diese Zahlen wurden bei einer Präsentation des Lloyd Fonds auf der 7. Sitzung des Arbeitskreises Finanzierung des Bundesverbandes PPP am 20. Januar 2006 in Hamburg genannt. Vgl. Teichert, Geschlossene Fonds, 2006.

<sup>522</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687ff.

<sup>523</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>524</sup> Vgl. Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 132f.

<sup>525</sup> Dies bedeutet jedoch nicht, dass sie operative Leistungen, wie die Reinigung, selbst übernehmen.

<sup>526</sup> Vgl. Opitz, Geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 94; Loritz / Pfnür, Geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 59; Romba, ÖPP und Geschlossene Fonds, 2006, S. 135.

<sup>527</sup> Vgl. Kirsch, PPP – Empirische Untersuchung, 1999, S. 150ff.

Die Einflussmöglichkeiten der Anleger, die begrenzte behördliche Beaufsichtigung und der daraus resultierende mittlere normierte Handlungsspielraum haben zur Folge, dass geschlossene Immobilienfonds in risikoreichere Projekte investieren können als bspw. offene Fonds. Sie können in einem gewissen Maße **Risiken** übernehmen, da hier keine Gefahr des Banken-Run durch Rückgabe von Anteilen besteht, wie es bei offenen Immobilienfonds der Fall ist.<sup>528</sup>

Grundsätzlich ist jedoch auch hier zu berücksichtigen, ob es sich um private oder institutionelle Anleger handelt. So sind institutionelle Anleger eher bereit, Risiken einzugehen, was auch die Eignung zur Übernahme von Risiken durch den geschlossenen Immobilienfonds erhöht, da die Anleger die Objekte des Fonds zumeist im Voraus kennen. Geschlossene Immobilienfonds für Privatanleger sollten sich bei der Übernahme von Risiken an der eher risikoaversen Haltung ihrer Anleger orientieren. Der Risikoübernahme wird zudem, wie dies auch bei offenen Fonds der Fall ist, Grenzen durch das externe Fondsmanagement gesetzt.<sup>529</sup>

Geschlossene Immobilienfonds eignen sich nicht zur Finanzierung von Immobilien mit hohem **Wertentwicklungspotenzial**, da die Wertentwicklung von Anteilen und Vermögen von den Anlegern kaum beobachtet werden kann.<sup>530</sup>

Der **definierte Gestaltungsrahmen** von geschlossenen Immobilienfonds wird insgesamt als **mittel** eingeschätzt, was zum einen auf den mittleren normierten Handlungsspielraum zurückzuführen ist. Zum anderen wird der definierte Gestaltungsrahmen insbesondere durch die nicht bestehenden indirekten Einflussmöglichkeiten der Anleger sowie die geringen Möglichkeiten zur Beobachtung des Anteilswertes erweitert. Bei geschlossenen Immobilienfonds für private Anleger ist der definierte Gestaltungsrahmen aufgrund des geringeren normierten Handlungsspielraums ebenfalls geringer.

### 3.5 Real Estate Investment Trusts - REITs

Real Estate Investment Trusts oder kurz REITs bestehen in den USA bereits seit 1961 als steuertransparente Immobilienanlagevehikel zur indirekten Anlage in Immobilien.<sup>531</sup> Nach jahrelangen Diskussionen wurden REITs mit dem Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen zum 01. Januar 2007 auch in Deutschland eingeführt.<sup>532</sup> So wird ein Anlagevehikel zur Verfügung gestellt, das die Vorteile

---

<sup>528</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 713ff; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 704.

<sup>529</sup> Das Fondsmanagement übernehmen i.d.R. die Fondsinitiatoren. Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 115.

<sup>530</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 716; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 704.

<sup>531</sup> In den USA unterscheidet man Equity-REITs, Mortgage-REITs oder Hybrid-REITs. Vgl. Väh, Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft, 1999, S. 1; Cadmus / von Bodecker, Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs, 2005, S. 127; Sotelo, Was sind REITs, 2007, S. 34.

<sup>532</sup> Damit soll zur Professionalisierung und Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Immobilienwirtschaft beigetragen werden, um insgesamt den Wirtschaftsstandort Deutschland zu stärken. Vgl. BMF, Finanzmarktprodukt, 2007, S. 65.

der indirekten Immobilienanlage mit denen von Aktien kombiniert.<sup>533</sup> Bisher wurden in Deutschland lediglich zwei REIT-Aktiengesellschaften aufgelegt, die ein Vermögen von etwa 2,2 Mrd. Euro halten. Weitere neun Gesellschaften sind als Vor-REIT registriert.<sup>534</sup>

Deutsche REITs werden in der Rechtsform der Aktiengesellschaft aufgelegt, deren Anteile als stimmberechtigte Stückaktien an der Börse gehandelt und von privaten und institutionellen Anlegern gehalten werden.<sup>535</sup> Die Mindestkapitalisierung von REITs beträgt 15 Millionen Euro.<sup>536</sup> Durch die stufenweise Ausgabe der REIT-Aktien kann das Zeichnungsvolumen sukzessive, dem Kapitalbedarf entsprechend, erhöht werden.<sup>537</sup>

Mit dem Erwerb von REIT-Aktien beteiligen sich die Anleger an einem Unternehmen, dessen Geschäftszweck der Erwerb, die Bewirtschaftung und der Verkauf von Immobilien ist. Die Mindestlosgrößen sind sehr gering, so dass REITs einem breiten Publikum zugänglich sind. Aber auch für institutionelle Investoren, darunter auch offene Immobilien-Publikumsfonds, stellen REITs ein interessantes Anlageprodukt dar.<sup>538</sup> REITs sind steuertransparent, d.h. die Besteuerung erfolgt, wenn bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind, auf der Ebene der Anleger.<sup>539</sup>

Um die Anlaufphase von REITs in Deutschland zu vereinfachen, wurde eine so genannte Exit-Tax-Regelung eingeführt. Diese sieht vor, dass Unternehmen, die bis 2009 Immobilien, die mindestens fünf Jahre zu ihrem Vermögen gehörten, an eine REIT-Aktiengesellschaft veräußern, nur die Hälfte der Gewinne versteuern müssen. Auch können steuerpflichtige Unternehmen in steuerbefreite REIT-Aktiengesellschaften umgewandelt werden, wenn die gehaltenen Immobilien bzw. Grundstücke bereits zwei Jahre in ihrem Besitz sind.<sup>540</sup>

### 3.5.1 Normierter Handlungsspielraum von REITs

Der normierte Handlungsspielraum,<sup>541</sup> der die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger und REIT beeinflusst, wird durch die Vorgaben im REIT-Gesetz bestimmt. Diese werden im folgenden Abschnitt dargelegt.

Deutsche Real Estate Investment Trusts unterliegen **rechtlichen Restriktionen** des Aktienrechts und werden nur in bestimmten Punkten zusätzlich durch das REIT-Gesetz reguliert. Der Schutz der Anleger soll vordringlich durch die Instrumente des Kapitalmarktes erreicht werden. Daher werden die Börsennotierung der REITs und die Sicherstellung von Streubesitz vorgeschrieben.<sup>542</sup> So müssen sich dauerhaft mindestens 15% der Aktien in den

<sup>533</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 14ff.

<sup>534</sup> Diese Informationen wurden am 04.10.08 unter [www.reits-in-deutschland.de](http://www.reits-in-deutschland.de) abgerufen.

<sup>535</sup> Nicht an der Börse gelistete Private REITs sind in Deutschland nicht zulässig. Vgl. Sotelo, Was sind REITs, 2007, S. 39ff.

<sup>536</sup> Vgl. § 4 REIT-Gesetz, 2007.

<sup>537</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 688.

<sup>538</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 14ff; Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>539</sup> Vgl. BMF, Finanzmarktprodukt, 2007, S.65. Zu den Voraussetzungen siehe im folgenden Kapitel.

<sup>540</sup> Vgl. BMF, Finanzmarktprodukt, 2007, S. 66.

<sup>541</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

<sup>542</sup> Ein Abschlussprüfer prüft, ob alle Vorschriften, insbesondere die Streubesitzquote und der maximale Anteilsbesitz je Aktionär, eingehalten wurden. Vgl. § 1 (4) REIT-Gesetz, 2007.

Händen von Aktionären befinden, die jeweils weniger als 3% der Aktien halten.<sup>543</sup> Des Weiteren dürfen von einem Anleger nicht mehr als 10% der Aktien gehalten werden, um zur Streuung der REITs beizutragen.<sup>544</sup>

Die **BaFin überwacht** bei REITs lediglich, ob die Höchstbeteiligungsgrenzen über- oder die Mindestbeteiligungsgrenzen unterschritten werden. REITs unterliegen jedoch keiner speziellen Produkt- und Managementaufsicht durch die BaFin, wie dies bspw. bei offenen Fonds der Fall ist.<sup>545</sup>

Das REIT-Gesetz gibt den Unternehmensgegenstand bzw. die **Anlagegrenzen** von REITs vor. Demnach dürfen sie Eigentum und dingliche Nutzungsrechte an Immobilien erwerben und halten sowie diese im Rahmen der Vermietung, der Verpachtung und des Leasings, einschließlich immobiliennaher Hilfstätigkeiten, verwalten.<sup>546</sup> Ausgeschlossen ist das Halten von Bestandsimmobilien in Deutschland, die zu mehr als 50% zu Wohnzwecken dienen und vor dem 01. Januar 2007 errichtet wurden.<sup>547</sup>

Immobiliennahe Hilfstätigkeiten sind Leistungen, die auf den eigenen Immobilienbestand beschränkt sind. Entgeltliche Nebentätigkeiten für Dritte dürfen lediglich über eine REIT-Dienstleistungsgesellschaft erbracht werden.<sup>548</sup> REITs dürfen, obwohl der Gesetzgeber darauf hinweist, dass sie sich auf Bestandsvermietung konzentrieren sollen,<sup>549</sup> auch Projektentwicklungen vornehmen. So sind Projektsteuerung und Projektentwicklung ausdrücklich als immobiliennahe Hilfstätigkeit aufgeführt.<sup>550</sup>

Darüber hinaus wird es REITs ermöglicht, Anteile an Immobilienpersonengesellschaften zu halten, deren Unternehmensgegenstand ebenfalls auf immobiliennahe Tätigkeiten in Bezug auf den eigenen Immobilienbestand beschränkt ist und die die gleichen Vermögensgegenstände erwerben dürfen wie die REIT-Aktiengesellschaft. Des Weiteren dürfen REITs sich an Auslandsobjektgesellschaften, REIT-Dienstleistungsgesellschaften und Kapitalgesellschaften, die persönlich haftende Gesellschafter einer Immobilien-Personengesellschaft sind, d.h. Komplementär GmbH einer GmbH & Co. KG, beteiligen.<sup>551</sup>

Um die Ausrichtung der REITs auf die Immobilien­tätigkeit als Kerngeschäft sicherzustellen, schreibt das REIT-Gesetz vor, dass das Vermögen von REITs zu 75% aus Immobilien bestehen muss. Darüber hinaus müssen 75% der Erlöse aus Immobilien erzielt werden, wobei der Schwerpunkt auf der passiven Immobilienbewirtschaftung und nicht auf der Erbringung von Dienstleistungen für Dritte liegen soll.<sup>552</sup> Die Nichteinhaltung dieser Grenzen wird mit Zahlungen an die Finanzbehörde geahndet.<sup>553</sup>

---

<sup>543</sup> Vgl. § 11 (1) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>544</sup> Vgl. § 11 (4) REIT-Gesetz, 2007; Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 22ff.

<sup>545</sup> Vgl. BMF, Finanzmarktprodukt, 2007, S. 66; Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 15.

<sup>546</sup> Vgl. § 1 REIT-Gesetz, 2007.

<sup>547</sup> Vgl. § 3 (9) REIT-Gesetz, 2007; BMF, Finanzmarktprodukt, 2007, S. 68.

<sup>548</sup> Vgl. § 1 (2) REIT-Gesetz, 2007. Mit dieser Vorschrift grenzen sich REITs insbesondere gegenüber Immobilienaktiengesellschaften ab. Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 20.

<sup>549</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 18.

<sup>550</sup> Vgl. § 3 (6) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>551</sup> Vgl. § 1 (1) und § 3 (1) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>552</sup> Vgl. § 12 REIT-Gesetz, 2007.

<sup>553</sup> Vgl. § 16 REIT-Gesetz, 2007.



Der Verkauf von Immobilien wird im REIT-Gesetz eingeschränkt. Demnach dürfen innerhalb von fünf Jahren maximal die Hälfte des Immobilienbestandes verkauft werden, um eine zu starke Konzentration auf den Immobilienhandel zu vermeiden. Die Verkäufe sollen lediglich der Optimierung des Portfolios oder der Realisierung günstiger Verkaufsgewinne dienen.<sup>554</sup>

Damit REITs nicht auf Ebene der Gesellschaft sondern auf Ebene der Anleger besteuert werden, müssen bestimmte Voraussetzungen erfüllt sein. So ist vorgeschrieben, dass REITs 90% ihres Gewinnes an die Anleger ausschütten müssen.<sup>555</sup> Daher finanzieren REITs ihre Investitionen auch nicht als Innenfinanzierung durch thesaurierte Gewinne, sondern durch Kapitalerhöhungen.<sup>556</sup>

Hinsichtlich **Risikostreuung** und vorzuhaltender **Liquidität** enthält das REIT-Gesetz keine Vorschriften. Es wird lediglich darauf hingewiesen, dass liquide Mittel, wie Bankguthaben, Geldmarktinstrumente sowie Forderungen und Verbindlichkeiten, die aus der Nutzung oder der Veräußerung der Vermögensgegenstände stammen oder für Bewirtschaftung, Wertsicherung oder Veränderung dienen, von REITs vorgehalten werden dürfen.<sup>557</sup> Die Fremdfinanzierung bzw. **Kreditaufnahme** einer REIT-Aktiengesellschaft ist auf 45% des Vermögens begrenzt.<sup>558</sup>

→ Der **normierte Handlungsspielraum** von REITs ist vor allem durch die Vorgaben des REIT-Gesetzes begrenzt.<sup>559</sup> Er ist jedoch höher als bei offenen Immobilien und PPP-Publikumsfonds und kann ähnlich wie bei offenen PPP-Spezialfonds insgesamt als **gering bis mittel** eingeschätzt werden.

### 3.5.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei REITs

Bei REITs besteht ebenso wie bei anderen Immobilienanlagevehikeln eine Prinzipal-Agent-Beziehung.<sup>560</sup> Die charakteristischen Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte des Prinzipals und die Anreize für den Agenten sind Gegenstand der folgenden Analyse.

REITs werden als Aktiengesellschaften durch einen Vorstand sowie den Aufsichtsrat geführt. Die Anleger haben auf diese Gremien geringe **direkte Einflussmöglichkeiten** über die Hauptversammlung. Dies ist darauf zurückzuführen, dass theoretisch durch die steuerlichen Streubesitzregelungen der überproportionale Einfluss eines einzelnen Mehrheitsinvestors vermieden wird. Auch hat die große Zahl von Kleinanlegern aufgrund von hohen Koalitionskosten geringen Einfluss auf die Geschäftsführung von REITs.<sup>561</sup>

Die **indirekte Einflussmöglichkeit** der Anleger, durch die Rückgabe von Aktien einen gewissen Druck auf die REIT-Aktiengesellschaft auszuüben, besteht aufgrund der fehlenden Rücknahmeverpflichtung nicht. Anleger können jedoch indirekt Einfluss ausüben, indem sie

<sup>554</sup> Für Immobilien, die zu einer günstigen Besteuerung unter der Exit-Tax eingebracht wurden, besteht eine Haltefrist von vier Jahren. Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 18.

<sup>555</sup> Dies entspricht auch den internationalen Standards. Vgl. Sotelo, Was sind REITs, 2007, S. 34ff; § 16 (5) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>556</sup> Vgl. BMF, Finanzmarktprodukt, 2007, S. 66.

<sup>557</sup> Vgl. § 3 (7) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>558</sup> Vgl. § 15 REIT-Gesetz, 2007. Im Gesetzentwurf war noch eine Fremdkapitalaufnahme von 60% zugelassen worden. Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 23.

<sup>559</sup> Vgl. Sotelo, Was sind REITs, 2007, S. 39ff.

<sup>560</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.

<sup>561</sup> Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 133.

bei einer Kapitalerhöhung der REIT-AG keine Aktien kaufen.<sup>562</sup> Auch der Verkauf von Aktien enthält ein gewisses Drohpotential, da somit die Einhaltung der Streubesitzvorgaben gefährdet werden kann. Daher wird die REIT-AG immer daran interessiert sein, genügend Anleger mit ihrem Konzept zu erreichen.<sup>563</sup>

Die Anleger können zwar ihre Aktien nicht an die REIT-AG zurückgeben, sie verfügen jedoch theoretische über unbegrenzte **Fungibilität ihrer Anteile** durch die Handelbarkeit der REIT-Aktien an der Börse. Somit sind die Risiken und damit die Unsicherheit hinsichtlich des Handelns der REIT-AG aus Sicht der Anleger beschränkt.

Die **Informationsrechte** der Anleger in REITs sind mittel bis hoch. Sie werden durch die für Aktiengesellschaften vorgeschriebene Publizität, wie die Erstellung von Geschäftsberichten und Halbjahresberichten sowie Prospektpflicht und Prospekthaftung erreicht.<sup>564</sup> So sind Anleger sowohl vor dem Kauf von Aktien als auch durch die Zwischenberichte regelmäßig über den Wert ihrer Anlage informiert. Des Weiteren müssen REITs einen Jahresabschluss nach Handelsgesetzbuch (HGB) sowie zusätzlich einen Abschluss nach den International Financial Reporting Standards (IFRS) erstellen. Die auszuschüttenden Gewinne richten sich nach dem Ergebnis, das im HGB-Jahresabschluss errechnet wurde.<sup>565</sup> Dazu kommen die ad hoc Publizität über Börsenmeldungen sowie die tägliche Aktienbewertung durch den Kapitalmarkt,<sup>566</sup> die aus Sicht eines Anlegers eine gute Information sicherstellen.

Auch Anleger in REIT-Aktien verfügen über **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten**. Dabei ist die Beobachtbarkeit der Wertentwicklung der Anteile an einem REIT durch den Anleger sehr hoch, da durch die Börsennotierung eine marktgerechte börsentägliche Bewertung der Anteile erfolgt, die allen Anlegern öffentlich zugänglich ist.<sup>567</sup> Die Bewertung des Vermögens einer REIT-Aktiengesellschaft erfolgt nach den Vorschriften des IFRS mit dem „fair value“-Ansatz für das Vermögen.<sup>568</sup> Dabei kann sich der Wert des Vermögens von dem der Aktie unterscheiden, wenn der Kapitalmarkt die Aktien des Unternehmens höher oder niedriger bewertet als das dahinter stehende Immobilienportfolio. Daher ist die Wertentwicklung der Immobilie durch den Anleger kaum zu beobachten und kann nur im Jahresabschlussbericht nachvollzogen werden.<sup>569</sup>

Das Vermögen von REITs wird durch eine interne **Geschäftsführung** gemanagt. Dadurch ergeben sich für die Manager Anreize für den Aufbau von spezifischen Kompetenzen, um ein optimales Fondsmanagement sicherzustellen. Daneben besteht eine gewisse Angleichung der Interessen zwischen Manager und Anleger, was das Vertrauen der Anleger erhöht und damit die Unsicherheit hinsichtlich des Verhaltens der Manager begrenzt.<sup>570</sup>

---

<sup>562</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 714; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 702.

<sup>563</sup> Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 134.

<sup>564</sup> Vgl. § 1 WpPG, 2007.

<sup>565</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 16.

<sup>566</sup> Vgl. Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 688; Kiss, Investor Relations, 2007, S. 209.

<sup>567</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 14; Cadmus / von Bodecker, Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs, 2005, S. 131f; Schulte / Sotelo, Deutsche REITs, 2004, S. 33f.

<sup>568</sup> Dieser international anerkannte Ansatz soll die Wettbewerbsfähigkeit der REITs gewährleisten. Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 16.

<sup>569</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 714; Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 702.

<sup>570</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

### 3.5.3 Definierter Gestaltungsrahmen von REITs

Auch bei REITs sind die möglichen geschäftlichen Aktivitäten und Leistungen durch den normierten Handlungsspielraum und die Ausgestaltung der PA-Beziehung beschränkt, wie die folgenden zunächst allgemeingültigen Ausführungen zeigen.<sup>571</sup> Zudem wird dadurch auch die Eignung von REITs für Investitionen in PPP-Projekte beeinflusst, was in Kapitel 5.5 ausführlich dargelegt wird.

Die Anleger als Prinzipale gehen unter der Annahme opportunistischen Verhaltens des Agenten und Informationsasymmetrien mit der Delegation der Kapitalanlage an ein Immobilienanlagevehikel als Agent gewisse Unsicherheiten ein. Diese Unsicherheit wird durch den geringen bis mittleren normierten Handlungsspielraum von REITs und die Ausgestaltung der PA-Beziehung beschränkt. Daher fordern die Anleger mittlere Renditen, was sich in den Kapitalkosten des REITs widerspiegelt. Die Verzinsungsansprüche der Anleger liegen in der Praxis zwischen 6 und 10%.<sup>572</sup> Der angestrebte Anlagezeitraum in eine Immobilie ist aus Sicht des REITs in Abhängigkeit von der Immobilie und der mit einer Anlage verfolgten Ziele kurz- bis langfristig.

**Portfoliobezogene Dienstleistungen** können von REITs nur in einem geringen Maße übernommen werden, da sie zumeist Kernkompetenzen für eine spezifische Immobilienart aufbauen und damit thematisch, aber auch bezogen auf bestimmte Standorte, fokussiert sind. Eine Diversifikation der Risiken wird bei REITs über eine größere Zahl von Projekten in verschiedenen Projektphasen erzielt.<sup>573</sup> Zudem können REITs aufgrund des geringen bis mittleren normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung auch komplexere Leistungen übernehmen als z.B. offene Immobilien- und PPP-Publikumsfonds.

Daher eignen sich REITs sehr gut für die Erbringung **immobilienbezogener Leistungen**. So sind im REIT-Gesetz immobiliennahe Tätigkeiten benannt, die der Verwaltung, Pflege und Fortentwicklung des Immobilienbestandes dienen. Dazu zählen die technische und kaufmännische Bestandsverwaltung, die Mietbestandsverwaltung und die Projektsteuerung. Es wird aber auch explizit die Projektentwicklung erwähnt.<sup>574</sup> Projektentwicklungen gehören jedoch nicht zum Kerngeschäft der auf Bestandsimmobilien konzentrierten REITs.<sup>575</sup> Sie können aber für bestimmte Immobilienarten sehr gut erbracht werden.<sup>576</sup> Dies ist u.a. darauf zurückzuführen, dass REITs von einer internen Geschäftsführung gemanagt werden. Dadurch bestehen Anreize für ein optimales Management und eine gewisse Kongruenz der Interessen von Anlegern und Managern, was das Vertrauen der Anleger erhöht. Auch der Aufbau von spezifischen Kernkompetenzen für bestimmte Leistungen wird durch das interne Management erleichtert.<sup>577</sup> So können sich REITs auf bestimmte Immobilienarten oder Standorte spezialisieren und damit eine effektive Leistungserbringung erreichen.<sup>578</sup>

<sup>571</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.

<sup>572</sup> Vgl. Barkow / Stanislawek, Anforderungen an REITs, 2007, S. 251. Genauere Aussagen zu den Renditeerwartungen bei deutschen REITs können aufgrund der geringen Erfahrungen noch nicht getroffen werden.

<sup>573</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>574</sup> Vgl. § 3 (6) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>575</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 18.

<sup>576</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>577</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>578</sup> Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 14.

REITs können aufgrund des geringen bis mittleren normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung auch in Projekte mit mittleren **Risiken** investieren, wenn sie über entsprechende Kompetenzen verfügen. Da bei REITs die Möglichkeit für die Anleger besteht, ihre Anteile jederzeit an der Börse zu verkaufen, wird die Unsicherheit, die für den einzelnen Anleger aus der Übernahme von Risiken bei Informationsasymmetrie entsteht, minimiert. Zur Verringerung der Unsicherheit der Anleger tragen auch das interne Fondsmanagement und die dadurch entstehenden Anreize für die Manager bei.

Problematisch kann die Übernahme von Risiken jedoch werden, wenn viele Anleger eines REITs gleichzeitig ihre Anteile verkaufen, so dass die REIT-AG die Streubesitzvorschriften nicht mehr einhalten kann und damit steuerlich benachteiligt wird. Dieser Effekt kann durch die guten Möglichkeiten der Anleger, den Anteilspreis zu überwachen, verstärkt werden. Daher sollten REITs vermeiden, zu hohe Risiken einzugehen. Es bestehen jedoch keine rechtlichen Beschränkungen bezüglich der Übernahme von Risiken.

Aufgrund der möglicherweise bestehenden Differenz zwischen dem Wert der Aktien, der vom Kapitalmarkt börsentäglich ermittelt wird, und dem Net Asset Value (NAV), also dem Wert des Fondsvermögens (fair value) nach IFRS, können REITs die **Wertentwicklung von Immobilien** nicht eins zu eins abbilden.<sup>579</sup> Der Wert der Aktie bzw. des Anteils kann demnach sehr gut börsentäglich beobachtet werden, der Wert des Fondsvermögens jedoch nur einmal jährlich.

Der definierte Gestaltungsrahmen von REITs ist insbesondere aufgrund der konkreten Ausgestaltung der PA-Beziehung größer ist als bei offenen Fonds. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass REITs über eine interne Geschäftsführung verfügen, was Interessenkonflikte zwischen Anlegern und Fondsmanagern verringert. Des Weiteren ist das Drohpotential der Anleger geringer, da Anteile nicht zurückgegeben werden können. So führen der geringe bis mittlere normierte Handlungsspielraum von REITs und die Ausgestaltung der Anreizstrukturen für den Agenten insgesamt zu einem **mittleren definierten Gestaltungsrahmen**.

### 3.6 Real Estate Private Equity Fonds - REPE Fonds

Bei Real Estate Private Equity (REPE) im eigentlichen Sinne handelt es sich um eine Finanzierungsart, bei der externes Beteiligungs- bzw. Risikokapital über Fondslösungen zur Auffüllung von Eigenkapitalücken bei der Finanzierung von Immobilien bereitgestellt wird.<sup>580</sup> Die Finanzierung erfolgt dabei mit einem hohen Fremdkapitaleinsatz. Das Beteiligungskapital ist unbesichert und stellt Haftungsmasse für Kreditinstitute dar.<sup>581</sup>

---

<sup>579</sup> Im Gegensatz dazu erfolgt die Ermittlung der Anteilswerte bei offenen Fonds durch Division des Fondsvermögens durch die Zahl der Anteile, wodurch der Wert des Vermögens genau abgebildet wird. Siehe ausführlich in Kapitel 3.1.

<sup>580</sup> Bei einer weiteren Definition von Real Estate Private Equity wird keine Aussage über den Risikograd getroffen, so dass auch eigenkapitalähnliche Mittel, z.B. über offene und geschlossene Immobilienfonds, darunter fallen. Vgl. Rottke / Gläsner, Glossar, 2006, S. 808.

<sup>581</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 71ff.

Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds) werden zumeist von angloamerikanischen Investmentbanken,<sup>582</sup> Private Equity Häusern, Privaten Investmentfirmen oder institutionellen Investoren initiiert. Erst in den letzten Jahren wurden deutsche REPE Fonds aufgelegt.<sup>583</sup>

Um nicht der staatlichen Aufsichtskontrolle zu unterliegen und um hohe Risiken eingehen zu können, wählen REPE Fonds üblicherweise nicht geregelte Beteiligungsformen. Sie nutzen als Rechtsform i.d.R. die GmbH & Co. KG, mit einer GmbH als Komplementär (General Partner) und den Investoren als Kommanditisten, oder die KG, die in Großbritannien einer Limited Partnership (LP) entspricht.<sup>584</sup>

Die Kunden bzw. Anleger dieser Fonds sind aufgrund des hohen Mindestanlagevolumens und der sehr hohen Risiken zumeist institutionelle Investoren, wie Pensionskassen, Versicherungen oder Kreditinstitute, aber auch vermögende Privatanleger, so genannte High Networth Individuals (HNWI).<sup>585</sup> Der Betrag, mit dem sich die Investoren z.B. an einem REPE Fonds in den USA beteiligen, liegt zwischen 5 und 500 Mio. US Dollar, die durchschnittliche Beteiligung bei 25 Mio. US Dollar.<sup>586</sup> Die Anleger investieren in einen Blind-Pool, d.h. sie wissen nicht, in welche Anlagekategorien oder Projekte der Fonds das eingezahlte Kapital anlegen wird.<sup>587</sup> Das Emissionsprinzip bei REPE Fonds ist i.d.R. geschlossen, d.h. das zu investierende Kapital steht fest und wird nicht mehr erhöht.<sup>588</sup> Die Einwerbung des Kapitals erfolgt über einen mehrstufigen Prozess.<sup>589</sup>

Verwaltet wird ein REPE Fonds über das Fondsmanagement, den General Partner, der den Fonds auch initiiert hat. Er ist für die Festlegung der Anlagekriterien, die Akquisition, das gesamte Management und die Investition des Fondskapitals zuständig. Der General Partner ist auch mit eigenem Kapital beteiligt und erhält neben der Management Fee einen Gewinnanteil, der einen Anreizmechanismus darstellt.<sup>590</sup>

Das Advisory Board berät den General Partner und das Investment Committee bei Finanz-, Rechts- und Verwaltungsfragen, begutachtet Aufgaben, Erfolge und Verluste des Fonds und schlichtet eventuell auftretende Konflikte. Es kann sich aus den größten originären

---

<sup>582</sup> Investmentbanken legen einen Eigenanteil von bis zu 20% in den Fonds an, um den Kunden Vertrauen in den eigenen Fonds und dessen Management zu signalisieren. Vgl. Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 41.

<sup>583</sup> Dazu zählen z.B. BVT Projektentwicklungsfonds, Deutsche Structured Finance (Tochter der Aareal Bank). Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 277f.

<sup>584</sup> Bei einer Limited Partnership können bei Einhaltung bestimmter länderspezifischer Vorgaben die Gewinne nicht auf Unternehmensebene, sondern erst beim Investor versteuert werden. Vgl. Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 41.

<sup>585</sup> Dabei handelt es sich vielfach um amerikanische oder angelsächsische Investoren, da ein Großteil der REPE Fonds auch von amerikanischen oder angelsächsischen Unternehmen als General Partner aufgelegt werden. Vgl. Hillenbrand, Akteure des REPE-Marktes, 2006, S. 82; Thissen, REPE Fundraising, 2006, S. 173ff.

<sup>586</sup> Vgl. Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 328.

<sup>587</sup> Vgl. Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 39.

<sup>588</sup> Vgl. Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 328. Bei einigen Fonds finden jedoch auch nach Schließung des Fonds noch Kapitalerhöhungen statt.

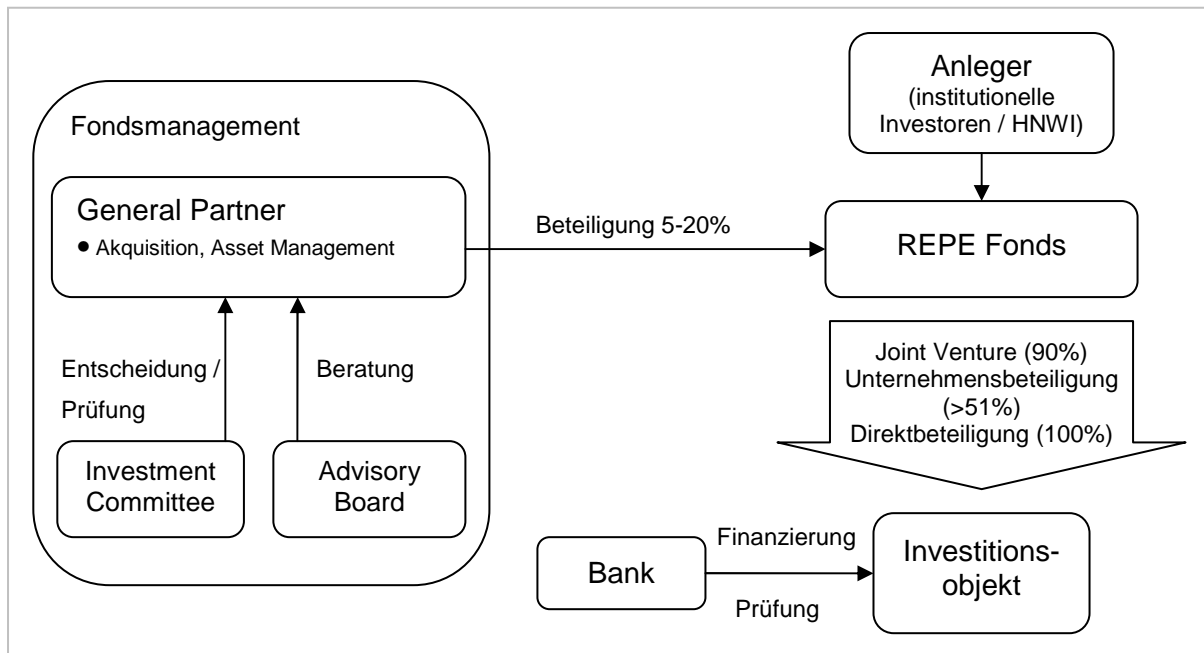
<sup>589</sup> Siehe ausführlich bei: Thissen, REPE Fundraising, 2006, S. 178ff.

<sup>590</sup> Vgl. Hillenbrand, Akteure des REPE-Marktes, 2006, S. 78. Siehe ausführlich zur Gestaltung der Erfolgsbeteiligungsmodelle und Anreizmechanismen bei: Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 330; Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 208ff.

Investoren und dem General Partner des Fonds sowie externen Experten zusammensetzen. Die Ratschläge des Advisory Boards sind jedoch nicht bindend.<sup>591</sup>

Die Entscheidungen werden letztendlich vom General Partner in Absprache mit dem Investment Committee getroffen. Dieses Organ besteht aus den Führungspersönlichkeiten des Unternehmens. Das Investment Committee ist daneben die Prüfstelle des Fonds; es sammelt die Gelder ein und ist den originären Investoren zur Auskunft über deren Anlage verpflichtet.<sup>592</sup>

Die Struktur und die Beteiligten eines REPE Fonds sind in der folgenden Abbildung dargestellt und werden im Folgenden erläutert:



**Abbildung 10: Struktur und Beteiligte eines Real Estate Private Equity Fonds<sup>593</sup>**

REPE Fonds sind nicht börsennotiert, der Vertrieb erfolgt über die Initiatoren. In Deutschland wird einem REPE Fonds, der außerhalb der EU aufgelegt wurde, die Vertriebs Erlaubnis von der BaFin nur erteilt, wenn dieser wie ein traditioneller Investmentfonds strukturiert ist. Das bedeutet, dass den Anlegern die Möglichkeit eingeräumt wird, die Auszahlung des Vermögensanteils zu verlangen, was nicht mit dem ursprünglichen REPE-Gedanken korrespondiert. Entspricht ein REPE Fonds, der außerhalb der EG aufgelegt wird, nicht den Anforderungen eines Investmentfonds, müssen deutsche Anleger Strafsteuern zahlen.<sup>594</sup>

<sup>591</sup> Vgl. Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 329.

<sup>592</sup> Das Investment Committee hat somit enorme Einflussmöglichkeiten. Vgl. Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 329; Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 38.

<sup>593</sup> In Anlehnung an: Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 76; Hillenbrand, Akteure des REPE-Marktes, 2006, S. 83.

<sup>594</sup> Ein Ausweg ist die Gründung einer europäischen Dependence, die der Gesetzgebung des Landes unterliegt. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 68; Rebitzer, Rahmenbedingungen für REPE, 2006, S. 60.

Die Besteuerung erfolgt grundsätzlich auf der Ebene der originären Investoren nach geltendem Recht am Sitz derselben. Anlageentscheidungen des Fonds werden demnach nicht von steuerlichen Kalkülen beeinflusst.<sup>595</sup> Dennoch führen die steuerlichen Rahmenbedingungen aufgrund der rechtlichen Unsicherheit häufig zu erhöhtem Prüfungsaufwand internationaler Investoren.<sup>596</sup>

### 3.6.1 Normierter Handlungsspielraum von REPE Fonds

Auch bei REPE Fonds wird die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger und Fonds durch einen normierten Handlungsspielraum bestimmt,<sup>597</sup> der im Folgenden betrachtet wird.

Die Anlagevehikel für Real Estate Private Equity sind in der Praxis nicht durch den deutschen Gesetzgeber geregelt. REPE Fonds unterliegen weder den **rechtlichen Restriktionen** des Investmentgesetzes, noch fallen sie in den regulatorischen Bankenbereich und werden damit auch nicht durch das Gesetz über das Kreditwesen beschränkt.<sup>598</sup> Das führt dazu, dass sie frei auf dem Markt agieren können.

Der Geschäftszweck eines REPE Fonds ist es, durch Nutzung verfügbarer Ressourcen und Managementunterstützung Wertschöpfungsstrategien umzusetzen, um damit komplexe Problemlösungen und eine überdurchschnittlich hohe Rendite zu generieren.<sup>599</sup> Konkret ist der Geschäftszweck vom jeweiligen Konzept und der Ausgestaltung des Fonds abhängig. Die typischsten Formen von REPE Fonds sind die so genannten Opportunity Funds und die Projektentwicklungsfonds. Opportunity Funds<sup>600</sup> erwerben i.d.R. Immobilien in schwierigen Situationen, erkennen Ineffizienzen und Probleme, beseitigen diese und verkaufen die Immobilien nach kurzer Zeit wieder. Projektentwicklungsfonds<sup>601</sup> nehmen insbesondere Projektentwicklungen vor.

Aufgrund der nicht bestehenden Regulierung von REPE Fonds unterliegen diese keinerlei **Anlagegrenzen** bzw. Beschränkungen bei der Auswahl der Vermögensgegenstände. In Abhängigkeit von der strategischen Ausrichtung der REPE Fonds können diese in Bestands- und Entwicklungsobjekte oder -portfolios, notleitende Immobilienkredite sowie Immobilien-Unternehmen investieren.<sup>602</sup>

REPE Fonds können Investitionen direkt als Sachkauf eines Immobilienportfolios oder einer Einzelimmobilie vornehmen ohne eine rechtliche Konstruktion dazwischen zu schalten. Sie können jedoch auch indirekt über einen Rechtskauf investieren. Dabei kann zum einen eine

<sup>595</sup> Steuerliche Möglichkeiten bestehen in der Gestaltung der Investition als Asset Deal (Sachkauf) oder Share Deal (Rechtskauf), wobei bei letzterem durch Erwerb von Anteilen Grunderwerbs- und Körperschaftsteuer gespart werden kann. Vgl. Hamberger / Aberger / Gruber, Gesellschaftsrechtliche und steuerliche Gestaltung, 2005, S. 627; Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 310.

<sup>596</sup> In Deutschland wird diskutiert, ob Private Equity Fonds als gewerblich oder vermögensverwaltend eingestuft werden. Vgl. Rebitzer, Rahmenbedingungen für REPE, 2006, S. 60.

<sup>597</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

<sup>598</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 34; Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 35.

<sup>599</sup> Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 293.

<sup>600</sup> Bekannte Opportunity Funds, die Transaktionen in Deutschland durchgeführt haben, sind z.B. Cerberus, Fortress, Terra Firma/Deutsche Annington. Vgl. Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 37.

<sup>601</sup> Initiatoren in Deutschland sind z.B. HCI-Gruppe, Deutsche Structured Finance, BVT Unternehmensgruppe, DB Real Estate. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 55ff.

<sup>602</sup> Vgl. Bräscher, REPE – empirische Untersuchung, 2005, S. 19ff; Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 275.

Objektgesellschaft als Joint Venture aus Projektentwickler und Investor gegründet werden. Zum anderen können sich REPE Fonds aber auch an einem Unternehmen, z.B. Projektentwickler oder FM-Unternehmen, beteiligen. Ihnen ist nicht vorgeschrieben, in welchem Umfang, in welcher Form oder an welchem Unternehmen sie sich beteiligen.<sup>603</sup>

REPE Fonds unterliegen keinerlei Vorschriften hinsichtlich der **Risikostreuung**, des Vorhaltens von **Liquidität** oder der **Kreditaufnahme**. Sie können diese Aspekte entsprechend ihrer Fondskonzeption gestalten. Zumeist finanzieren sie die Projekte mit hohen Fremdkapital-Quoten, um so ein hohes Leverage zur Renditesteigerung zu erzielen.

→ Insgesamt kann der **normierte Handlungsspielraum** von REPE Fonds aufgrund der wenigen bestehenden Vorschriften als **groß** eingeschätzt werden. Er ist höher als bei offenen oder geschlossenen Immobilienfonds und REITs.

#### 3.6.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei REPE Fonds

Die Prinzipal-Agent-Beziehung bei REPE Fonds wird zudem durch Rechte, wie Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte des Prinzipals sowie Anreize für den Agenten charakterisiert,<sup>604</sup> die im folgenden Abschnitt dargelegt werden.

Die Anleger haben bei einer Investition in einen REPE Fonds ein gewisses Maß an **direkten Einflussmöglichkeiten** auf die Geschäftsführung, da sie über einen Sitz im Advisory Board des Fondsmanagements Einfluss ausüben und z.B. bei wesentlichen Entscheidungen der Geschäftsführung des REPE Fonds mitwirken können.<sup>605</sup>

Die Möglichkeit des Anlegers, **indirekten Einfluss** und Druck auf den Fonds auszuüben, besteht jedoch aufgrund der fehlenden Rückgabemöglichkeit von Anteilen oder anderer Sanktionsmaßnahmen nicht. Zudem können Investoren ihre Anteile erst nach Ablauf einer festgeschriebenen Kündigungsfrist wieder veräußern.<sup>606</sup>

Darüber hinaus ist die **Fungibilität der Anteile** an REPE Fonds eingeschränkt, da aufgrund der hohen Risiko-Rendite-Struktur ein vorzeitiger Verkauf der Anteile auf einem Zweitmarkt nur an spezialisierte institutionelle Investoren erfolgen kann. Bei Opportunity Fonds kommt eine Weiterveräußerung von Anteilen grundsätzlich nicht in Frage, da sich die Investoren bindend verpflichten, Kapital auf Abruf zur Verfügung zu stellen.<sup>607</sup>

Aus Sicht der Anleger sind die **Informationsrechte** bei REPE Fonds mittel, da hier kaum rechtliche Vorgaben gemacht werden. Zwar wird zum Zeitpunkt der Kapitalakquisition in einem Verkaufsprospekt (Private Placement Memorandum) das Leistungspotential der REPE-Gesellschaft aufgezeigt sowie deren Anlagepolitik erläutert. Dies sind jedoch die einzigen Informationen, auf die ein Anleger seine Investitionsentscheidung stützt, da die potentiellen Investitionsobjekte i.d.R. noch nicht feststehen.<sup>608</sup> In welcher Form der REPE Fonds seine Anleger darüber hinausgehend informiert hängt von dessen Geschäftspolitik ab.

---

<sup>603</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 97.

<sup>604</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.

<sup>605</sup> Vgl. Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 331.

<sup>606</sup> Bei Opportunity Funds ist die Veräußerbarkeit noch weiter eingeschränkt. Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 283.

<sup>607</sup> Vgl. Rottke, Investitionen in REPE, 2005, S. 283; Rebitzer, Rahmenbedingungen für REPE, 2006, S. 59.

<sup>608</sup> Vgl. Rottke, Investitionen in REPE, 2005, S. 286.



Man kann jedoch davon ausgehen, dass die Anleger regelmäßig vom Investment Committee über den Stand ihrer Anlage informiert werden. So werden fehlende externe Kontrollmechanismen und -vorgaben durch die Kontrolle des Investment Committees internalisiert.<sup>609</sup> Die Mitgliedschaft der Anleger im Advisory Board des REPE Fonds sichert ihnen zusätzliche Informationen.<sup>610</sup>

Trotzdem sind die **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten** insgesamt als gering bis mittel einzuschätzen. So ist die Beobachtbarkeit des Anteilswertes eingeschränkt, da diese bedingt durch die fehlende vorzeitige Rückgabemöglichkeit von Anteilen an den Fonds nicht bewertet oder veröffentlicht werden.<sup>611</sup> Zudem existieren aufgrund der fehlenden Handelbarkeit keine Marktpreise. Einschränkend wirkt auch, dass für die Bewertung des Vermögens eines REPE Fonds keinerlei Vorschriften gemacht werden. Sie erfolgt aber vor einer Investition über eine ausführliche Due Diligence in den verschiedenen Bereichen, die z.B. Cashflow Berechnungen enthält.<sup>612</sup> Beim Verkauf bspw. einzelner Teile eines Portfolios findet die Bewertung über den Markt statt.

Die **Geschäftsführung** bzw. das Fondsmanagement eines REPE Fonds erfolgt über den General Partner, der den Fonds initiiert hat und auch mit eigenem Kapital am Fond beteiligt ist.<sup>613</sup> Da er neben der Management Fee auch einen Gewinnanteil erhält, bestehen hier Anreize für ein optimales Management und damit eine gewisse Kongruenz der Interessen zwischen Anleger und Manager. Dies führt dazu, dass aus Sicht der Anleger die Unsicherheit hinsichtlich des Verhaltens der Manager verringert ist.

### 3.6.3 Definierter Gestaltungsrahmen von REPE Fonds

Die geschäftlichen Aktivitäten eines REPE Fonds werden durch den großen normierten Handlungsspielraum und die konkrete Ausgestaltung der PA-Beziehung nur in einem geringen Maße eingeschränkt. Dies wird im folgenden Abschnitt allgemeingültig dargelegt und ein sich daraus ergebender definierter Gestaltungsrahmen abgeleitet.<sup>614</sup> Der Einfluss auf die Eignung von REPE Fonds für PPP-Investitionen wird in einem Investitionsmodell in Kapitel 5.6. umfassend aufgezeigt.

Die Delegationsbeziehung zwischen Anleger als Prinzipal und REPE Fonds als Agent geht mit Informationsasymmetrien und der Möglichkeit opportunistischen Verhaltens des Agenten einher. Dies führt für den Anleger zu einer gewissen Unsicherheit bezüglich des Verhaltens des Agenten, die aufgrund des großen normierten Handlungsspielraums von REPE Fonds relativ groß ist. Daher fordern Anleger sehr hohe Renditen, die zwischen 10 und 20% liegen.<sup>615</sup> Dies spiegelt sich auch in den hohen Kapitalkosten der REPE Fonds wider.

<sup>609</sup> Vgl. Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 330.

<sup>610</sup> Vgl. Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 38.

<sup>611</sup> Sofern es sich nicht um REPE Fonds handelt, die außerhalb der EG aufgelegt werden und ihre Anteile an Privatanleger in Deutschland vertreiben. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 68; Rebitzer, Rahmenbedingungen für REPE, 2006, S. 60.

<sup>612</sup> Vgl. Herfurth / Keppler, REPE Financial Engineering, 2006, S. 350f.

<sup>613</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 208ff; Holzmann / Rottke, Opportunity Funds, 2005, S. 330; Hillenbrand, Akteure des REPE-Marktes, 2006, S. 78.

<sup>614</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.

<sup>615</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 50. Das Risiko-Rendite-Verhältnis von REPE ist im Vergleich zu Industrie Private Equity niedriger, da hier aufgrund des Gegenwertes der Immobilie nicht die Gefahr des Totalverlustes besteht. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 56.

Um die überdurchschnittlich hohen Renditeanforderungen erzielen zu können, verfolgen REPE Fonds eine rein renditebezogene Anlagestrategie. Zudem sind sie Exit-orientiert, d.h. die Rendite wird nicht allein über Mieteinnahmen, sondern über den Verkauf der Immobilie bzw. der Eigenkapitalanteile realisiert. Die Haltedauer der Immobilien ist i.d.R. kurz- bis mittelfristig.<sup>616</sup>

Der hohe Fremdkapitalanteil bei Investitionen mit Real Estate Private Equity stellt jedoch aufgrund der klaren Regeln bei einer Fremdfinanzierung ein Mittel zur Beschränkung der geschäftlichen Aktivitäten und zur Disziplinierung von REPE Fonds aus Sicht des Anleger dar. Dies kann dazu führen, dass Prinzipal-Agent-Probleme und die Unsicherheit der Anleger verringert und damit auch die Kosten der Delegation von Aufgaben – die Prinzipal-Agent-Kosten – gesenkt werden können.<sup>617</sup>

Der große normierte Handlungsspielraum von REPE Fonds führt dazu, dass sie kaum **portfoliobezogene Dienstleistungen** erbringen sollten, da diese Leistungen i.d.R. lediglich einen geringen normierten Handlungsspielraum erfordern. Zum Teil nehmen REPE Fonds jedoch komplexe Portfolio-Umstrukturierungen vor, bei denen sie ihren großen normierten Handlungsspielraum und die konkrete Ausgestaltung der PA-Beziehung, z.B. die Beteiligung des Managements, ausnutzen können.

REPE Fonds können jedoch viel eher umfangreiche **immobilienbezogene Leistungen** übernehmen und Investitionen in unterschiedliche Projektarten tätigen. Aufgrund des großen normierten Handlungsspielraums ist das Leistungsspektrum eines REPE Fonds und damit die Möglichkeit zur Wertschöpfung sehr umfassend.<sup>618</sup> So nehmen sie Projektentwicklungen in Immobilienmärkten oder bei Immobilientypen vor, die allgemein von risikoaversen Investoren gemieden werden und kurz- bis mittelfristiges Wachstumspotential versprechen. Dabei suchen sie sich häufig einen regionalen Projektentwickler als Joint Venture (JV)-Partner.<sup>619</sup> Aufgrund der Renditeorientierung eines Projektentwicklungsfonds nimmt dieser jedoch i.d.R. nach Fertigstellung der Bauphase einen Exit vor, z.B. über eine Veräußerung des Projektes an offene oder geschlossene Immobilienfonds oder an REITs.<sup>620</sup>

Auch Redvelopments von Problemimmobilien oder die Revitalisierung eines bestehenden Immobilienprojektes sind Leistungen, die ein REPE Fonds übernimmt.<sup>621</sup> Dazu erwerben die Fonds diese Immobilien i.d.R. mit einem Abschlag, nehmen dann eine Anpassung an die Marktanforderungen vor, um sie schließlich weiterzuverkaufen.<sup>622</sup>

---

<sup>616</sup> Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 34; Achleitner / Wagner, REPE aus Kapitalmarktperspektive, 2006, S. 66f; Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 34f.

<sup>617</sup> Vgl. Achleitner / Wagner, REPE aus Kapitalmarktperspektive, 2006, S. 72.

<sup>618</sup> Vgl. Rottke, Bedeutung von REPE, 2006, S. 45.

<sup>619</sup> Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 297; Hillenbrand, Akteure des REPE-Marktes, 2006, S. 78. Zu Vorteilen eines Joint Venture siehe in Kapitel 4.4.2.

<sup>620</sup> Vgl. Bräscher, REPE – empirische Untersuchung, 2005, S. 22; Stainer / Holzmann, REPE Exit, 2006, S. 531ff. Welche Auswirkungen dies bei Investitionen in PPP-Projekte hat, bei denen der öffentliche Auftraggeber diesbezüglich Vorgaben macht, wird in Kapitel 5 erörtert.

<sup>621</sup> Siehe ausführlich bei: Höller, Redevlopment opportunistischer Investments, 2006, S. 433ff.

<sup>622</sup> Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 297f. Siehe ausführlich bei: Knecht / Pfeifer, REPE Turnaround-Management, 2006, S. 451ff.

Eine weitere Form der Wertschöpfung durch REPE Fonds ist das Performance-Management. Dabei werden schlecht gemanagte Immobilien durch professionelles Vermietungs-, Vertrags-, Objekt- und Dienstleistungsmanagement aufgewertet.<sup>623</sup>

Auch durch den antizyklischen Erwerb von Immobilien mit Wertsteigerungspotential in schlechten Marktsituationen und späteren Verkauf können REPE Fonds Wertsteigerungen realisieren. So werden auch ganze Portfolios von Unternehmen oder der öffentlichen Hand erworben und nach wertsteigernden Maßnahmen veräußert. Auch der Erwerb von Mehrheitsanteilen börsennotierter Immobilien-Unternehmen, deren Aktien mit einem Abschlag auf den NAV des Vermögens gehandelt werden, bietet Arbitragemöglichkeiten.<sup>624</sup>

Daneben ist das Finanzmanagement eine wesentliche Leistung eines REPE Fonds. Um die von den Anlegern geforderten hohen Renditen erzielen zu können, müssen die Finanzierungsstruktur, d.h. der Fremd- und Eigenkapitalanteil, und die Finanzprozesse optimiert und damit Transaktionskosten verringert werden.<sup>625</sup> Zu den Aufgaben des Financial Engineering zählen auch die Durchführung der finanziellen Due Diligence und die Festlegung von optimierten Covenants oder das Prüfen von Exit-Möglichkeiten.<sup>626</sup>

REPE Fonds eignen sich aufgrund des großen normierten Handlungsspielraums sehr gut für Investitionen in risikoreiche Projekte. Sie können in einem hohen Maße **Risiken** eingehen, da sie über entsprechende Kompetenzen verfügen. Zudem erwarten die Anleger resultierend aus der Ausgestaltung der PA-Beziehung eine hohe Rendite.<sup>627</sup> Dazu trägt u.a. die fehlende Fungibilität der Anteile bei, die Anlegern keine Möglichkeiten einräumt, vorzeitig aus dem Fonds auszusteigen. Des Weiteren ermöglichen die Mitwirkungsrechte der Anleger über einen Sitz im Advisory Board, dass diese über potentielle Investitionsobjekte und damit Risiken, die sie eingehen, mitentscheiden können. Zudem investieren vor allem institutionelle Anleger in REPE Fonds, die i.d.R. Risiken besser einschätzen und diversifizieren können. Ein weiterer Aspekt ist die Gewinnbeteiligung der Manager eines REPE Fonds, durch die ein optimiertes Risikomanagement zu erwarten ist.

Die geringe Beobachtbarkeit der Wertentwicklung von Anteilen und Vermögen eines REPE Fonds schränkt dessen Eignung zur **Abbildung von Wertentwicklungen** in einem gewissen Maße ein. Da Anleger in REPE Fonds jedoch eher kurzfristig investieren, können sie kurzfristige Wertsteigerungen realisieren.

Zusammenfassend kann der **definierte Gestaltungsrahmen** eines REPE Fonds als **groß** eingestuft werden. Er wird vor allem durch den großen normierten Handlungsspielraum determiniert. Daneben trägt aber auch die Ausgestaltung der PA-Beziehung, insbesondere die direkten Mitwirkungsrechte der Anleger und die Beteiligung der Fondsmanager an den Gewinnen, zu einem relativ großen Rahmen für mögliche geschäftliche Aktivitäten von REPE Fonds bei.

<sup>623</sup> Siehe ausführlich bei: Vogel / Wittkop, REPE Performance Management, 2006, S. 409ff.

<sup>624</sup> Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 300. Als Beispiele können hier die Transaktionen von Wohnungsportfolios an REPE Fonds in den vergangenen Jahren genannt werden.

<sup>625</sup> Vgl. Rottke, Investitionen mit REPE, 2005, S. 307ff.

<sup>626</sup> Siehe ausführlich bei: Herfurth / Keppler, REPE Financial Engineering, 2006, S. 347ff.

<sup>627</sup> Somit stellen sie auch keine Konkurrenz zu geschlossenen Immobilienfonds dar. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 55ff.

### 3.7 Lebensversicherungen (Versicherungen und Pensionskassen)

Lebensversicherungen, d.h. Versicherungen und Pensionskassen, gehören mit einem Anteil von etwa 10% an der gesamten Immobilienanlage in Deutschland<sup>628</sup> zu den wichtigen institutionellen Investoren auf dem Immobilienmarkt.<sup>629</sup> Sie werden deshalb in der vorliegenden Arbeit mit betrachtet, obwohl die Anlage in Immobilien nicht zu ihrem Kerngeschäft gehört.<sup>630</sup>

Versicherungen sind Gesellschaften, deren primäre Aufgabe die Bereitstellung von Versicherungsschutz ist. Sie investieren in Immobilien, um die versicherungstechnischen Verpflichtungen gegenüber den Versicherungsnehmern erfüllen zu können. Pensionskassen sind außerbetriebliche Versorgungseinrichtungen, die der betrieblichen Altersvorsorge dienen. Sie erhalten Gelder von einem oder mehreren Unternehmen und legen diese unter anderem in Immobilien an, um zukünftig geltend gemachte Ansprüche der Arbeitnehmer abzudecken. Die Kapitalanlage hat somit eine Brückenfunktion zu Überwindung des zeitlichen und betragsmäßigen Auseinanderfallens von Beitragszahlung der Versicherten und Versicherungsleistung.<sup>631</sup>

Pensionskassen lassen sich als Lebensversicherungen klassifizieren, deren Tätigkeit auf einen bestimmten Kreis von Arbeitnehmern begrenzt ist.<sup>632</sup> Daher wird im Folgenden von Versicherungen oder Lebensversicherungen gesprochen, wobei sich die Ausführungen auch auf Pensionskassen beziehen.

Lebensversicherungen sind Multi Asset Portfolio Investoren, die ihren erheblichen Anlagebedarf durch Investitionen in Immobilien decken, aber auch in weitere Assets investieren.<sup>633</sup> Grundsätzlich hängt es bei Versicherungen von der Art der Versicherung und deren Kerngeschäft ab, in welche Anlageklasse sie investieren. Schadensversicherer benötigen z.B. einen hohen Anteil an liquiden Mitteln, so dass sie weniger direkt in Immobilien investieren als Lebensversicherungen.<sup>634</sup>

---

<sup>628</sup> Vgl. Rottke / Schlump, Strategieentwicklung, 2007, S. 43. Bis Ende 2004 haben Versicherungen und Pensionskassen insgesamt 40 Mrd. Euro in Immobilien in Deutschland investiert. Vgl. Bulwien, Perspektiven des Immobilienmarktes, 2006, S. 53.

<sup>629</sup> Die gesamte Versicherungswirtschaft - dazu zählt der Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) Lebens-, Kranken-, Schadens-, Unfall- und Rückversicherer – investierte im Jahr 2005 insgesamt 2,7 Mrd. Euro in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte. Dies entspricht jedoch nur 0,7% der Gesamtneuanlage aller Versicherungen. Vgl. GDV, Statistik Versicherungswirtschaft, 2006, S. 14f. Für die Zukunft erwartet man eine moderate Erhöhung des Anteils der Immobilienanlagen an der gesamten Kapitalanlage von Versicherungen. Vgl. GDV, Jahrbuch Versicherungswirtschaft 2006, 2006, S. 143.

<sup>630</sup> Daher werden sie entgegen der Reihung nach dem definierten Gestaltungsrahmen auch erst an dieser Stelle behandelt.

<sup>631</sup> Vgl. Walbröhl, Immobilienanlage Versicherungen und Pensionskassen, 2001, S. 43; Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 179f; Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 466.

<sup>632</sup> Vgl. Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 179f; § 118a VAG, 2007; S. 38.

<sup>633</sup> Die Immobilienbestandsquote von Versicherungen und Pensionskassen beträgt - unter Berücksichtigung der indirekten Immobilienanlagen - zwischen 5% und 7%. Vgl. Bone-Winkel / Isenhöfer / Hofmann, Projektentwicklung, 2005, S. 267; Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 57; GDV, Jahrbuch Versicherungswirtschaft 2006, 2006, S. 143.

<sup>634</sup> Vgl. Schulte / Holzmann, Institutionelle Aspekte, 2005, S. 179f.

Auch hinsichtlich der steuerlichen Behandlung der Versicherungsformen bestehen Unterschiede. So sind Schadens- und Krankenversicherungen bei der Erwirtschaftung von Gewinnen ertragssteuerpflichtig und können Abschreibungen steuerlich effizient nutzen. Bei Lebensversicherungen sind 98% der Erträge steuerfrei, da sie Ertragssteuern lediglich auf Dividenden und freie Rücklagen zahlen. Pensionskassen sind zu 100% steuerbefreit.

Da Lebensversicherungen Eigentümer von 50% aller von Versicherungen und Pensionskassen gehaltenen Immobilien sind und diese somit unter den Versicherungen die bedeutendsten Immobilienanleger darstellen,<sup>635</sup> beschränken sich die Betrachtungen in der vorliegenden Arbeit auf Lebensversicherungen.

### 3.7.1 Normierter Handlungsspielraum von Lebensversicherungen

Die Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Versichertem als Prinzipal und Versicherung als Agent wird durch einen normierten Handlungsspielraum charakterisiert,<sup>636</sup> der im Folgenden analysiert wird.

Versicherungen unterliegen der **Beaufsichtigung durch die BaFin**. Diese überwacht den gesamten Geschäftsbetrieb der Versicherungen. Dabei achtet sie insbesondere auf die Wahrung der Belange der Versicherten und damit auf die Erfüllbarkeit der Verpflichtungen aus den Versicherungen sowie die Einhaltung der entsprechenden Gesetze.<sup>637</sup>

Zur Deckung der versicherungstechnischen Verpflichtungen müssen Versicherungen Rückstellungen bilden. Dieses gebundene Vermögen lässt sich in Deckungsstock- bzw. Sicherungsvermögen, das im Konkursfall den Versicherten zusteht, und sonstiges gebundenes Vermögen differenzieren. Das gebundene Vermögen unterliegt den **rechtlichen Restriktionen** und Anlagevorschriften des Versicherungsaufsichtsgesetzes (VAG) und der Anlageverordnung (AnIV).<sup>638</sup>

Das VAG schreibt vor, dass das gebundene Vermögen unter Berücksichtigung der Art der betriebenen Versicherungsgeschäfte sowie der Unternehmensstruktur so angelegt werden muss, dass möglichst große Sicherheit und Rentabilität bei jederzeitiger Liquidität der Versicherung erreicht sowie eine angemessener Mischung und Streuung gewahrt werden.<sup>639</sup>

Die Anlageverordnung (AnIV) präzisiert die Vorschriften des VAG hinsichtlich **Anlagekatalog** und -grenzen. So dürfen Versicherungen das gebundene Vermögen über eine direkte Anlage in bebaute, in Bebauung befindliche oder zur alsbaldigen Bebauung bestimmte Grundstücke oder grundstücksgleiche Rechte im Europäischen Wirtschaftsraum (EWR) investieren. Des Weiteren ist ihnen der Erwerb von Anteilen an vermögensverwaltenden Immobilien-Unternehmen im EWR, deren alleiniger Zweck der Erwerb, die Bebauung und die Verwaltung von höchstens drei Grundstücken ist, erlaubt.<sup>640</sup>

<sup>635</sup> Vgl. Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 179.

<sup>636</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.1.

<sup>637</sup> Vgl. § 81 VAG, 2007.

<sup>638</sup> Vgl. § 54 VAG, 2007; Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 184.

<sup>639</sup> Vgl. § 54 VAG, 2007.

<sup>640</sup> Vgl. § 2(1) Nr. 14 AnIV, 2007; Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 185.

Eine enge Auslegung der rechtlichen Vorschriften für Versicherungen könnte darauf schließen lassen, dass sie, neben der Anlage in Immobilien, keine umfangreichen Dienstleistungen erbringen dürfen, da diese als versicherungsfremde Tätigkeiten interpretiert werden können.<sup>641</sup>

Versicherungen dürfen das Sicherungsvermögen auch indirekt in Immobilien investieren, indem sie in offene und geschlossene Immobilienfonds,<sup>642</sup> Immobilienaktiengesellschaften,<sup>643</sup> REITs<sup>644</sup> oder im begrenzten Umfang in Real Estate Private Equity Fonds<sup>645</sup> anlegen.<sup>646</sup> Neben direkter und indirekter Immobilienanlage können Lebensversicherungen für das Sicherungsvermögen vielfältige andere Vermögensgegenstände erwerben. So ist unter bestimmten Voraussetzungen z.B. der Erwerb von Anteilen an einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung, von Kommanditanteilen oder von Beteiligungen an einer stillen Gesellschaft möglich.<sup>647</sup>

Darüber hinaus ist Versicherungen das Vorhalten jederzeitiger **Liquidität** vorgeschrieben. So muss der Vermögensbestand einer Versicherung so zusammengesetzt sein, dass jederzeit liquidierbare Mittel vorhanden sind, um betriebsnotwendige Maßnahmen durchführen zu können.<sup>648</sup>

Versicherungen unterliegen auch genauen Vorgaben zur **Risikostreuung**.<sup>649</sup> So können sie höchstens 25% des gebundenen Vermögens in Grundstücke oder grundstücksgleiche Rechte angelegen, egal ob diese direkt oder indirekt über Immobilienanlagevehikel gehalten werden.<sup>650</sup> Darüber hinaus dürfen maximal 10% des gebundenen Vermögens in einzelne Grundstücke, grundstücksgleiche Rechte oder in Anteile an einem Immobilien-Unternehmen investiert werden.<sup>651</sup>

Grundsätzlich ist die Immobilienanlage für die Risikostreuung bei Versicherungen nicht unbedingt erforderlich und wird auch von der BaFin nicht vorgeschrieben.<sup>652</sup> Dies spiegelt sich ebenfalls in der Bedeutung der Immobilienanlage im Vergleich zu anderen Anlagen, wie z.B. Wertpapieren, wider.<sup>653</sup>

---

<sup>641</sup> Vgl. § 7(2) VAG, 2007.

<sup>642</sup> Vgl. § 2(1) Nr. 15 AnIV, 2007. Sowohl die Anlage in offene Immobilien-Publikumsfonds als auch in offene Immobilien-Spezialfonds werden auf das gebundenen Vermögen angerechnet. Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 109.

<sup>643</sup> Die Zurechnung zur Aktien- oder Immobilienquote wird im Einzelfall entschieden. Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 98.

<sup>644</sup> Mit einer Änderung der Anlageverordnung wurden im Jahr 2007 auch REITs in den Anlagekatalog aufgenommen und als Immobilienanlage qualifiziert. Vgl. § 2 (1) Nr. 14 AnIV, 2007.

<sup>645</sup> Versicherungen können aufgrund von Beschränkungen durch das VAG nur 10% des Gesamtkapitals in REPE Fonds investieren. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 82f.

<sup>646</sup> Vgl. ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 143; Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 184.

<sup>647</sup> Vgl. § 2(1) Nr. 13 AnIV, 2007

<sup>648</sup> Vgl. § 54 VAG, 2007; Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 470.

<sup>649</sup> Vgl. § 54 VAG, 2007; § 3 AnIV, 2007.

<sup>650</sup> Beteiligungen an REPE Fonds werden nicht zur Immobilienquote gerechnet. Vgl. Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 188.

<sup>651</sup> Vgl. § 3 AnIV, 2007; Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 186; Nack, Direkte vs. indirekte, 2007, S. 153.

<sup>652</sup> Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 57.

<sup>653</sup> So betrug der prozentuale Anteil der Investitionen in Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte (ohne indirekte Anlagen) im Jahr 2005 lediglich 2% der gesamten Kapitalanlage. Vgl. GDV, Statistik

Berücksichtigt man die indirekten Immobilienanlagen<sup>654</sup> über Immobilienanlagevehikel, kann man von einer Immobilienquote von 5% bis 6% des Gesamtvermögens von Versicherungen ausgehen.<sup>655</sup> Bei Pensionskassen liegt die Immobilienquote insgesamt zwischen 6% und 7% des Gesamtvermögens.<sup>656</sup>

Auch hinsichtlich der **Kreditaufnahme** macht das Versicherungsaufsichtsgesetz Vorschriften. So ist zwar die Aufnahme von Fremdkapital zum Zweck der Wiederanlage nicht untersagt, jedoch nur in Ausnahmefällen gestattet. Finanzgeschäfte gelten als unzulässiges Geschäft, da sie versicherungsfremd sind und als Gefährdung von Versichertenbelangen gesehen werden.<sup>657</sup>

Ein auf europäischer Ebene erarbeitetes neues, länderübergreifendes Aufsichtssystem für Versicherungen namens „Solvency II“, das Ende 2008 als Richtlinie verabschiedet und ab 2010 national umgesetzt werden soll, sieht vor, die notwendige Kapitalausstattung der Versicherungen quantitativ und das Risikomanagement qualitativ zu beaufsichtigen sowie Publizität und Transparenz durch erweiterte Publikationspflichten zu erhöhen.<sup>658</sup>

→ Die Ausführungen zeigen, dass der aus den rechtlichen Vorgaben und der Aufsicht der BaFin resultierende **normierte Handlungsspielraum** von Lebensversicherungen als **sehr gering** einzuschätzen ist.

### 3.7.2 Ausgestaltung der PA-Beziehung bei Lebensversicherungen

Die konkrete Ausgestaltung der Prinzipal-Agent-Beziehung bei Lebensversicherungen wird im Folgenden erörtert. Dafür werden die Mitwirkungs-, Informations- und Kontrollrechte des Prinzipals und die Anreize für den Agenten untersucht.<sup>659</sup> Dabei geht es bei Versicherungen nicht in erster Linie um die Delegation der Kapitalanlage, sondern um die Delegation der Versicherungsleistung. Die Kapitalanlage dient jedoch der Erfüllung der aus der Versicherung resultierenden Ansprüche.

Die Versicherten haben keine **direkten Einflussmöglichkeiten** auf das Kapitalmanagement und das Anlageverhalten der Versicherungen, da die hierfür erforderlichen Gremien bei Versicherungen fehlen.

Es bestehen jedoch insoweit Möglichkeiten, **indirekten Einfluss** auszuüben, als das Versicherte anhand der Ergebnisse der Versicherung aus den vergangenen Jahren evtl. auftretende negative Entwicklungen erkennen und ihre Versicherungen ggf. auflösen

---

Versicherungswirtschaft, 2006, S. 14f. Ein Großteil des Immobilienbestandes wird von Versicherungen selbst genutzt. Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 59.

<sup>654</sup> Insgesamt sind rund 25% der gesamten Immobilienanlagen von Versicherungen, die zur Immobilienquote zählen, indirekt in offene Immobilienfonds investiert. Vgl. Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 177; ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 113.

<sup>655</sup> Vgl. GDV, Jahrbuch Versicherungswirtschaft 2006, 2006, S. 143.

<sup>656</sup> Die Immobilienquote von Versicherungen ist seit 1970 gefallen, wo sie noch bei 11% bis 13% lag. Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 58; Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 177.

<sup>657</sup> Vgl. Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 468.

<sup>658</sup> Vgl. Romeike / Müller-Reichert / Hein, Solvency II, 2006, S.316ff; Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 468.

<sup>659</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7.2 näher erläutert.

können. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass sich bei vorzeitiger Kündigung der Versicherung die Konditionen verschlechtern können. Des Weiteren wird das Anlageverhalten der Versicherungen indirekt beeinflusst, da sich bei unattraktiver Entwicklung der Versicherung potentielle Kunden für andere Produkte entscheiden können.

Die **Fungibilität der Anteile** ist bei Versicherungen durch die Veräußerbarkeit über den Zweitmarkt sichergestellt, jedoch nicht durch die Kündigungsmöglichkeit der Police. So kann es aus den oben genannten Gründen möglicher Konditionsverschlechterungen für Besitzer einer Lebensversicherung wirtschaftlicher sein, wenn sie die Police auf dem Zweitmarkt an ein spezialisiertes Unternehmen verkaufen.<sup>660</sup>

Insgesamt sind die **Informationsrechte** von Versicherten aufgrund der umfangreichen Publizitätspflichten hoch. So müssen sie vor Vertragsschluss in einer Verbraucherinformation sehr genau über die Versicherungsbedingungen des jeweiligen Produktes informiert werden. Des Weiteren müssen jedem Versicherten auf Verlangen der Jahresabschluss und der bei der Aufsichtsbehörde eingereichte Lagebericht übersendet werden.<sup>661</sup> Hier erfolgt auch die Veröffentlichung der Anteilspreise bzw. des Wertes der Police. Des Weiteren sind Lebensversicherungsunternehmen verpflichtet, vierteljährlich einen Zwischenbericht bei der BaFin vorzulegen.<sup>662</sup>

Bei Versicherungen sind die **Kontroll- und Überwachungsmöglichkeiten** als mittel einzuschätzen. Sie resultieren vor allem aus den oben beschriebenen Informationsrechten der Anleger, die demnach die Wertentwicklung der Police und des Vermögens über den jährlichen Statusbericht beobachten können. Zudem hat grundsätzlich vor dem Erwerb von Anlageobjekten die Bewertung durch einen vereidigten Sachverständigen zu erfolgen.<sup>663</sup>

Das Vermögen von Versicherungen wird von einem externen **Management** verwaltet. Dies führt dazu, dass die Interessen von Anleger und Manager nicht übereinstimmen und es zu Fehlanreizen hinsichtlich des Vermögensmanagements kommen kann. Dadurch wird die Unsicherheit bezogen auf das Verhalten der Manager für die Anleger verstärkt.

#### 3.7.3 Definierter Gestaltungsrahmen von Lebensversicherungen

Die Auswirkungen des sehr geringen normierten Handlungsspielraums und der konkreten Ausgestaltung der PA-Beziehung auf die möglichen geschäftlichen Aktivitäten von Lebensversicherungen sind Gegenstand der folgenden Betrachtungen.<sup>664</sup> Das in Kapitel 5.7 entwickelte PPP-Investitionsmodell zeigt die sich daraus ergebende Eignung von Lebensversicherungen für Investitionen auf dem PPP-Markt. Die Aussagen im vorliegenden Kapitel sind zunächst allgemeingültig.

Die Versicherten, die als Prinzipale gegenüber der Versicherung als Agent agieren, unterliegen bei der Delegation der Versicherungsleistung unter der Annahme von Informationsasymmetrien einer gewissen Unsicherheit bezüglich des Verhaltens des

---

<sup>660</sup> Vgl. BVZL, Zweitmarkt für Lebensversicherungen, 2006.

<sup>661</sup> Vgl. §§ 10-10a VAG, 2007; § 55 VAG, 2007.

<sup>662</sup> Vgl. §§ 10-10a VAG, 2007; §§ 55-55a VAG, 2007; § 19 BerVersV, 2006.

<sup>663</sup> Vgl. § 2(1) Nr. 14 AnlV, 2007.

<sup>664</sup> Zu den theoretischen Grundlagen siehe in Kapitel 2.1.7.3.



Agenten. Diese ist bedingt durch den sehr geringen normierten Handlungsspielraum bei Versicherungen eher gering. Daher fordern Versicherte relativ geringe Renditen und legen i.d.R. langfristig Kapital an. So können Lebensversicherungen i.d.R. geringe Kapitalkosten realisieren und einen langfristigen Anlagezeitraum anstreben.

Die Eignung zur Übernahme **immobilienbezogener Leistungen** ist bei Versicherungen sehr begrenzt, da ihr normierter Handlungsspielraum sehr gering und die Erbringung von Versicherungsleistungen ihr eigentlicher Geschäftszweck ist. Auch die Ausgestaltung der PA-Beziehung, insbesondere das externe Management, trägt dazu bei. Versicherungen erbringen im Rahmen der direkten Anlage vor allem Leistungen, die die Bewirtschaftung des Bestandes, d.h. Instandhaltung und Vermietung, betreffen.<sup>665</sup> Empirische Studien haben jedoch ergeben, dass sich aus Gründen der Risikostreuung und der Portfolio-Optimierung direkte Immobilienanlagen nur für Unternehmen eignen, die über mittlere bis hohe immobilienpezifische Managementkompetenzen verfügen, ein Immobilienanlagevolumen größer als ca. 10 Mio. Euro im Jahr sowie einen Bestand an Immobilienanlagen von mehr als ca. 100 Mio. Euro aufweisen.<sup>666</sup>

Für Versicherungen, die ein Immobilienanlagevolumen von weniger als ca. 10 Mio. Euro im Jahr und einen Immobilienbestand von unter ca. 100 Mio. Euro vorhalten, wird die indirekte Immobilienanlage in Form von Beteiligungen an offenen und geschlossenen Immobilienfonds empfohlen.<sup>667</sup> Dabei können Versicherungen das Immobilien-Know-how der Anlagevehikel nutzen und sich selbst auf die **portfoliobezogenen Leistungen**, die einen geringeren Handlungsspielraum erfordern, konzentrieren. Diese können sie aufgrund ihres sehr geringen normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung besonders gut erbringen. Das Portfolio-Management hat bei Versicherungen auch einen besonders hohen Stellenwert, da die Kapitalanlage der Absicherung der Verpflichtungen gegenüber den Versicherten dient.

Versicherungen können sehr gut in risikoarme Projekte investieren. Sie eignen sich jedoch kaum zur Übernahme von hohen immobilienbezogenen **Risiken**, da sie nur in begrenztem Maße über die erforderliche Managementkompetenz verfügen. Darüber hinaus ist ihr normierter Handlungsspielraum sehr gering, da die Übernahme hoher Risiken durch die Vorgabe im VAG, die eine möglichst große Sicherheit der Anlage des gebundenen Vermögens vorschreibt, indirekt begrenzt wird.<sup>668</sup> Aber auch die Ausgestaltung der PA-Beziehung verringert die Fähigkeit zur Risikoübernahme. So kann die externe Geschäftsführung aufgrund fehlender Anreize eingegangene Risiken verstärken. Zudem ist schon das Versicherungsgeschäft, das das Kerngeschäft der Versicherungen darstellt, mit erheblichen Risiken verbunden, so dass Versicherungen bei der Kapitalanlage eher passiv und risikoavers einzustufen sind.<sup>669</sup>

---

<sup>665</sup> Vgl. Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 477.

<sup>666</sup> Vgl. Walbröhl, Immobilienanlage Versicherungen und Pensionskassen, 2001, S. 205. Im Jahr 2002 gab es 19 Lebensversicherungen mit einem Immobilienbesitz größer als 100 Mio. Euro. Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 59.

<sup>667</sup> Vgl. Walbröhl, Immobilienanlage Versicherungen und Pensionskassen, 2001, S. 205.

<sup>668</sup> Vgl. § 54 VAG, 2007.

<sup>669</sup> Vgl. Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 475. Diese Leistungen werden von Versicherungen vor allem initiiert und gesteuert, die operative Erbringung wird an spezialisierte Unternehmen vergeben.

Versicherungen eignen sich aufgrund der bestehenden Informationspflichten gegenüber den Versicherten, die jährlich über den Lagebericht informiert werden müssen, in einem gewissen Maße zur **Abbildung von Wertentwicklungen**.

Der **definierte Gestaltungsrahmen** von Lebensversicherungen kann aufgrund des sehr geringen Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung insgesamt als **gering** eingeschätzt werden. Ein wesentliches Kriterium ist das Fehlen von Anreizstrukturen für das Management, das die geschäftlichen Aktivitäten von Versicherungen beschränkt. Demgegenüber führen die geringen Einflussmöglichkeiten der Versicherten zu einer Erweiterung der möglichen geschäftlichen Aktivitäten von Lebensversicherungen.

### 3.8 Zusammenfassung des dritten Kapitels

Im vorangegangenen Kapitel wurden die Immobilienanlagevehikel als Immobilieninvestoren hinsichtlich ihres normierten Handlungsspielraums analysiert, klassifiziert und in eine ordinale Reihung gebracht. Zudem wurde die konkrete Ausgestaltung der PA-Beziehung zwischen Anleger als Prinzipal und Immobilieninvestor als Agent erörtert. Daraufhin wurden aus dem normierten Handlungsspielraum und der Ausgestaltung der PA-Beziehung ökonomische Implikationen und ein definierter Gestaltungsrahmen als Rahmen geschäftlicher Aktivitäten der Immobilieninvestoren abgeleitet. Dies resultierte in einer Klassifizierung der Anlagevehikel entsprechend ihres definierten Gestaltungsrahmens.

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass bei **offenen Immobilien- und PPP-Publikumsfonds** sowie **Lebensversicherungen** der normierte Handlungsspielraum sehr gering bis gering ist. Daraus ergeben sich aufgrund verringerter Unsicherheit der Anleger als Prinzipale geringe Verzinsungsansprüche, was schließlich zu geringen Kapitalkosten der Immobilieninvestoren als Agenten führt. Zudem werden die möglichen geschäftlichen Aktivitäten dieser Investoren durch den sehr geringen bis geringen normierten Handlungsspielraum und die Ausgestaltung der PA-Beziehung eingeschränkt. Sie eignen sich vorwiegend zur Übernahme von portfoliobezogenen Leistungen, die im Gegensatz zu immobilienbezogenen Leistungen einen geringeren Handlungsspielraum erfordern. Auch ihre Eignung zur Übernahme von Risiken ist gering, was u.a. auch auf die Ausgestaltung der PA-Beziehung und der damit verbundenen Rechte der Prinzipale und die fehlenden Anreize für den Agenten zurückzuführen ist. Offene Immobilien- und PPP-Publikumsfonds sowie Lebensversicherungen verfügen demnach über einen sehr geringen bis geringen definierten Gestaltungsrahmen.

Bei Immobilieninvestoren mit einem geringen bis mittleren bzw. mittleren normierten Handlungsspielraum, wie **REITs** und **geschlossenen Immobilienfonds**, sind die Kapitalkosten aufgrund der geringen bis mittleren Unsicherheit der Anleger und der damit einhergehenden mittleren Verzinsungsansprüche dementsprechend auch als gering-mittel bzw. mittel einzustufen. Diese Immobilieninvestoren eignen sich aufgrund ihres vergleichsweise größeren normierten Handlungsspielraums und der Ausgestaltung der PA-Beziehung auch zur Übernahme von immobilienbezogenen Leistungen. Sie können in einem gewissen Umfang Risiken eingehen, wozu insbesondere auch die konkrete Ausgestaltung der PA-Beziehung beiträgt. Bei REITs sind diesbezüglich insbesondere das interne Immobilienmanagement und die daraus resultierende Fähigkeit, Know-how für spezifische

Immobilienarten aufbauen zu können, entscheidend. Insgesamt kann der definierte Gestaltungsrahmen bei geschlossenen Immobilienfonds und bei REITs als mittel angesehen werden.

**REPE Fonds** verfügen über einen hohen normierten Handlungsspielraum. Aufgrund der damit verbundenen hohen Unsicherheit der Anleger und der daraus resultierenden hohen Verzinsungsansprüche weisen sie auch hohe Kapitalkosten auf. REPE Fonds sind aufgrund des großen normierten Handlungsspielraums in der Lage, hohe Risiken einzugehen und komplexe immobilienbezogene Leistungen zu übernehmen. Dies wird durch die Ausgestaltung der PA-Beziehung, insbesondere die Mitwirkungsrechte der Anleger und die Beteiligung des Fondsmanagements an den Gewinnen, noch verstärkt. REPE Fonds verfügen daher über einen großen definierten Gestaltungsrahmen.

Die Tabelle 2 stellt noch einmal die wesentlichen Eigenschaften der Immobilieninvestoren, ihren normierten Handlungsspielraum, die Ausgestaltung der PA-Beziehung und den jeweiligen definierten Gestaltungsrahmen zusammenfassend dar.

Im darauf folgenden Kapitel 4 werden dann die erforderlichen Gestaltungsrahmen der Dimensionen eines PPP-Projektes - PPP-Vertragsmodell, PPP-Wertschöpfungsphase, PPP-Immobilienart und mögliche Handlungsoption eines Investors auf dem PPP-Markt - analysiert. Diese determinieren den erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes und damit dessen Eignung für eine Investition eines bestimmten Immobilieninvestors mit einem bestimmten definierten Gestaltungsrahmen.

Tabelle 2: Übersicht über die Eigenschaften der Immobilieninvestoren<sup>670</sup>

<div>Investoren</div> <div>Kriterien</div>	Offene Immobilien-Publikumsfonds (Immobilien-Sondervermögen)	Offene PPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen)	Offene PPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sonderv.)	Geschlossene Immobilienfonds	Real Estate Investment Trusts (REITs)	Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds)	Versicherungen / Pensionskassen
Initiatoren	Kapitalanlagegesellschaften (KAG)			Erwerber / Bauherren	ImmobilienAG / KAG	PE-Gesellschaften	Lebensversicherungen
Rechtsform	KAG als Kapitalgesellschaft / Sondervermögen nicht rechtsfähig			Personengesellschaft (KG / GbR)	Aktiengesellschaft	Personengesellschaft (KG)	Versicherung als Aktiengesellschaft
Anleger / Investoren	Private Anleger		Institutionelle Anleger	Private / Institutionelle Anleger	Private / Institutionelle Anleger	Institutionelle Anleger / HNWI	Versicherte
Anlage	Sondervermögen durch KAG verwaltet			Beteiligung an KG / Gesellschafter (GbR)	Beteiligung an einem Unternehmen (AG)	Beteiligung an KG	Versicherungsleistungen
Anteilschein	Inhaber- oder Namenswertpapier			Kein Wertpapier oder Urkunde	Stimmberechtigte Stückaktien	Genussrechte	Versicherungspolice
Mindestlosgröße	Sehr gering		Gering	Mittel	Sehr gering	Hoch	Keine
Emissionsprinzip	Offen - keine Beschränkung des Zeichnungsvolumens			Geschlossen - beschränktes Zeichnungsvolumen	Stufenweise Kapitalerhöhung	Geschlossen – beschränktes Zeichnungsvolumen	Verkauf von Versicherungen
Börse	Nicht börsennotiert			Nicht börsennotiert	Börsennotiert	Nicht börsennotiert	Nicht börsennotiert
Steuerliche Behandlung beim Anleger	Einkünfte aus Kapitalvermögen			Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung / Gewerbe	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Einkünfte aus Kapitalvermögen	Abhängig von Versicherungsform
Körperschafts- und Gewerbesteuer	Befreit (steuertransparent)			Befreit (steuertransparent)	Befreit bei Ausschüttung von 90% der Gewinne an Anleger	Befreit (steuertransparent)	Befreit in Abhängigkeit der Versicherungsform
Normierter Handlungsspielraum der Immobilienanlagevehikel							
Gesetzliche Restriktionen	Investmentgesetz (InvG)	Investmentgesetz (InvG)	Investmentgesetz (InvG)	Keine	REIT-Gesetz (REIT-G) / Aktiengesetz	Keine	Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) Anlageverordnung
Beaufsichtigung durch BaFin	Sehr hoch	Sehr hoch	Hoch	Mittel	Mittel	Gering	Sehr hoch

<sup>670</sup> Eigene Darstellung und Weiterentwicklung auf Basis von Bone-Winkel / Schulte / Sotelo, Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, 2005, S. 687ff.

<b>Investoren Kriterien</b>	<b>Offene Immobilien- Publikumsfonds</b>	<b>Offene PPP- Publikumsfonds</b>	<b>Offene PPP- Spezialfonds</b>	<b>Geschlossene Immobilienfonds</b>	<b>Real Estate Investment Trusts</b>	<b>REPE Fonds</b>	<b>Versicherungen / Pensionskassen</b>
Geschäftszweck	Verwaltung von Sondervermögen, Erbringung von Dienstleistungen und Nebendienstleistungen	Verwaltung von Sondervermögen, Erbringung von Dienstleistungen und Nebendienstleistungen	Verwaltung von Sondervermögen, Erbringung von Dienstleistungen und Nebendienstleistungen	Bebauung und Verwaltung von Grundstücken und grundstücksgleicher Rechte	Verwaltung von Eigentum und dingl. Nutzungsrechten, Erbringung immobiliennaher Hilfstätigkeiten	In Abhängigkeit des Konzepts des Fonds: Opportunity Funds oder Projektentwicklungsfonds	Versicherung, Kapitalanlage dient Erfüllung versicherungstechnischer Verpflichtungen
Anlagegrenzen	Genaue Vorschriften in § 67 InvG	Genaue Vorschriften in § 90b InvG	Genaue Vorschriften in § 90b / § 91 InvG	Keine Vorschriften, Grenzen aufgrund Steuerrecht bei privaten Anlegern	Vorschriften in § 12 REIT-G	Keine Vorschriften	Genaue Vorschriften in § 54 VAG / § 1 AnlV
Eigene Bauprojekte	Ja, nach § 67 InvG max. 20% des Wertes des Sondervermögens	Ja, nach § 67 InvG max. 20% des Wertes des Sondervermögens	Ja, nach § 91 bei Zustimmung der Anleger	Ja, wenn inst. Anleger, steuerliche Auswirkungen bei priv. Anlegern	Ja, in § 3 (6) REIT-G ausdrücklich genannt, keine weiteren Vorgaben	Ja, abhängig von Fondskonzept: Bestands- oder Projektentwicklung	Ja, nach § 1 AnlV in Bebauung befindliche Grundstücke
Beteiligungen an Gesellschaften	Ja, mit genauen Vorschriften in § 68 InvG	Ja, nach § 90b Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in Betriebsphase	Ja, nach § 91 Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in Bau- und Betriebsphase	Ja, bei entsprechender Ausgestaltung von Beteiligung und Gesellschaft	Ja, nach § 1 REIT-G Beteiligung an Immobilienpersonengesellschaften	Ja, als Joint Venture oder Mehrheitsbeteiligung	Ja, nach § 1 AnlV Beteiligungen an Immobilien-Gesellschaften / indirekte Immobilienanlage
Vorschriften zur Liquidität	Genaue Vorschriften: § 80 InvG; mind. 5% max. 49% des Wertes des Sondervermögens	Genaue Vorschriften: § 90b InvG; mind. 10% des Wertes des Sondervermögens	Keine Vorschriften	Keine Vorschriften: geringe Liquiditätsreserven üblich	Keine Vorschriften: § 3(7) REIT-G; liquide Vermögensgegenstände benannt	Keine Vorschriften	Vorschriften: § 54 VAG; jederzeitige Liquidität
Vorschriften zur Risikostreuung	Genaue Vorschriften: § 73 InvG; Werte einzelner Anlagen mit %-Angaben	Genaue Vorschriften: § 90b InvG; Werte einzelner Anlagen mit %-Angaben	Keine Vorschriften: § 91 InvG; angemessene Risikostreuung	Keine Vorschriften: gering, da nur eine oder geringe Anzahl Immobilien	Keine Vorschriften	Keine Vorschriften	Genaue Vorschriften: § 54 VAG / § 2 AnlV Werte der Anlagen
Vorschriften zur Kreditaufnahme	Genaue Vorschriften: § 80a InvG; max. 50% des Immobilien-Verkehrswertes	Genaue Vorschriften: § 80a InvG; max. 50% des Immobilien-Verkehrswertes	Genaue Vorschriften: § 80a InvG; max. 50% des Immobilien-Verkehrswertes	Keine Vorschriften: abhängig von Konzeption des Fonds	Genaue Vorschriften: § 15 REIT-G; max. 45% des Vermögens	Keine Vorschriften: hohe FK-Quoten für hohes Leverage üblich	Vorschriften: § 7 / 81 VAG; Gefahr für Versicherte
<b>Normierter Handlungs- spielraum</b>	<b>Sehr gering</b>	<b>Sehr gering</b>	<b>Gering-mittel</b>	<b>Mittel</b>	<b>Gering-mittel</b>	<b>Hoch</b>	<b>Sehr gering</b>

Investoren Kriterien	Offene Immobilien- Publikumsfonds	Offene PPP- Publikumsfonds	Offene PPP- Spezialfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Real Estate Investment Trusts	REPE Fonds	Versicherungen / Pensionskassen
<b>Ausgestaltung der Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen Anleger (Prinzipal) und Anlagevehikel (Agent)</b>							
Direkte Einfluss- möglichkeit des Prinzipals auf den Agenten	Keine direkte Einflussmöglichkeit	Keine direkte Einflussmöglichkeit	Geringe Einfluss- möglichkeit über Anlegerausschuss	Geringe Einfluss- möglichkeit über Gesellschafter- versammlung	Geringe Einfluss- möglichkeit über Hauptversammlung	Einflussmöglichkeit über Sitz im Beirat	Keine direkte Einflussmöglichkeit
Indirekter Einfluss des Prinzipals auf den Agenten durch Anteilsrückgabe	Sehr hoch, börsentägliche Rückgabe der Anteile, ggf. nur einmal im Monat, Ankündigung	Mittel-hoch, Rückgabe der Anteile max. zweimal, mind. einmal jährlich, Ankündigung	Mittel, Rückgabe der Anteile nur zu be- stimmten Terminen, mind. einmal in zwei Jahren	Keine, keine Möglichkeit der Rückgabe der Anteile	Gering, keine Möglichkeit der Rückgabe, Nichtkauf bei Kapitalerhöhung, Gefährdung Streubesitzvorgaben	Keine, keine Möglichkeit der Rückgabe der Anteile	Mittel-hoch, Stornierung der Police, Nichtkauf potentieller Kunden
Fungibilität der Anteile zur Verringerung von Unsicherheit	Sehr hoch, über Möglichkeit der Rückgabe (s.o.), aber kein Zweitmarkt	Mittel-hoch, über Möglichkeit der Rückgabe (s.o.), aber kein Zweitmarkt	Mittel, über Möglichkeit der Rückgabe (s.o.), aber kein Zweitmarkt	Mittel-hoch, Verkauf der Anteile über institutional- isierte Zweitmärkte	Sehr hoch, durch Handelbarkeit an der Börse	Sehr gering, Verkauf der Anteile nur an spezielle Investoren	Hoch, Veräußerbarkeit über Zweitmarkt
Informationsrechte des Prinzipals durch Publizität und Berichte des Agenten	Sehr hoch, da Prospektpflicht, Genehmigung BaFin, genaue Vorschriften: Jahres- und Halbjahresbericht	Sehr hoch, da Prospektpflicht, Genehmigung BaFin, genaue Vorschriften: Jahres- und Halbjahresbericht	Mittel-hoch, da Prospektpflicht, keine Genehmigung BaFin, genaue Vorschriften: Jahresbericht (kein Halbjahresbericht)	Mittel, zwar Prospektpflicht, nur teilweise genaue Vorschriften: bei KG jährlicher Bericht / Buchführungs- und Bilanzierungspflicht	Mittel-hoch, da Prospektpflicht, teilweise genaue Vorschriften: Jahresabschluss nach HGB und IFRS, Zwischenbericht	Mittel, zwar Prospektpflicht, nur teilweise Vorschriften: abhängig von Fondskonstruktion, Sitz im Beirat	Hoch, da Verbraucherinfo, genaue Vorschriften: Verpflichtung zum vierteljährlichen Zwischenbericht an BaFin
Überwachungs- möglichkeit des Anteilspreises durch den Prinzipal	Sehr hoch, börsentägliche Ermittlung und Veröffentlichung der Anteilspreise mind. zweimal im Monat	Hoch, Verpflichtung zur Veröffentlichung der Anteilspreise mind. einmal im Monat	Gering, keine Vorschriften zur Veröffentlichung der Anteilspreise	Gering, keine Verpflichtung zur Veröffentlichung von Anteilspreisen	Sehr hoch, börsentägliche Veröffentlichung des Aktienwertes, z.T. ad hoc Publizität über Börsenmeldungen	Gering-mittel, keine Verpflichtung zur Veröffentlichung von Anteilspreisen, Sitz im Beirat	Mittel, Veröffentlichung des Wertes der Police in Jahres- und Lagebericht
Überwachungs- möglichkeit des Vermögenswertes durch den Prinzipal	Sehr hoch, mind. zweimal im Monat, da Anteils- preis Vermögenswert widerspiegelt	Hoch, mind. einmal im Monat, da Anteils- preis Vermögenswert widerspiegelt	Gering, bei Veröffentlichung des Anteilspreises, der Vermögenswert widerspiegelt	Gering, keine Vorschriften: Bewertung von Vermögen bei Kauf und Verkauf	Gering, da Aktienwert nicht Immobilienwerte widerspiegelt	Gering-mittel, keine Vorschriften: Bewertung bei Kauf und Verkauf, Sitz im Beirat	Mittel, Veröffentlichung des Vermögenswertes in Jahres- und Lagebericht
Anreize für den Agenten (Manager)	Externe Geschäftsführung	Externe Geschäftsführung	Externe Geschäftsführung	Externe Geschäftsführung	Interne Geschäftsführung	Geschäftsführung an Fonds beteiligt	Externe Geschäftsführung

Investoren Kriterien	Offene Immobilien- Publikumsfonds	Offene PPP- Publikumsfonds	Offene PPP- Spezialfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Real Estate Investment Trusts	REPE Fonds	Versicherungen / Pensionskassen
<b>Ökonomische Implikationen für Anleger resultierend aus dem normierten Handlungsspielraum und der Ausgestaltung der PA-Beziehung</b>							
Unsicherheit für Anleger	Sehr gering	Gering	Gering-mittel	Mittel	Mittel	Hoch	Gering
Renditeforderung der Anleger	Sehr Gering	Gering	Gering-mittel	Mittel	Mittel	Hoch	Gering
<b>Definierter Gestaltungsrahmen des Anlagevehikels resultierend aus dem normierten Handlungsspielraum und der Ausgestaltung der PA-Beziehung</b>							
Kapitalkosten des Agenten	Sehr Gering	Gering	Gering-mittel	Mittel	Mittel	Hoch	Gering
Anlagezeitraum des Agenten	Mittel- bis langfristig	Mittel- bis langfristig	Mittel- bis langfristig	Langfristig	Mittel- bis langfristig	Kurzfristig	Mittel- bis langfristig
Eignung zur Übernahme port- foliobezogener Leistungen	Sehr gut, da Kernkompetenz und vorgeschriebene Risikostreuung	Sehr gut, da Kernkompetenz und vorgeschriebene Risikostreuung	Gut, da Kernkompetenz	Kaum, da kaum Risikostreuung durch beschränkte Anzahl Projekte je Fonds	Bedingt, da auf Immobilienarten oder Immobilienstandorte spezialisiert	Kaum geeignet, da nicht Kerngeschäft, teilweise Portfolio- Umstrukturierung	Sehr gut, da Kernkompetenz, vorgeschriebene Risikostreuung
Eignung zur Übernahme immo- bilienbezogener Leistungen	Gering, nur wenn Kernkompetenz für Leistung vorhanden	Gering, nur wenn Kernkompetenz für Leistung vorhanden	Bedingt, nur wenn Kernkompetenz für Leistung vorhanden	Gut, in Abhängigkeit der Fonds- konstruktion (inst- oder priv. Anleger)	Sehr gut, immobilienbezogene Hilfsleistungen sind Kernkompetenz	Sehr gut, Optimierung von Immobilien ist Kernkompetenz	Gering, Kernkompetenz ist Versicherungsschutz
Eignung zur Übernahme von Risiken	Sehr gering, da börsentägliche bzw. monatl. Rück- nahmepflicht, Risiko des Banken-Run, rechtl. Beschränkung d. Risikoübernahme Verstärkung der Risiken durch ext. Management	Gering, da mind. jährliche Rücknahmepflicht, rechtl. Beschränkung d. Risikoübernahme, Verstärkung der Risiken durch ext. Management	Mittel, da mind. Rücknahmepflicht nur einmal in zwei Jahren, Mitwirkung der Anleger, keine rechtl. Beschränkung d. Risikoübernahme, jedoch Verstärkung der Risiken durch ext. Management	Mittel, da keine Verpflichtung zur Rücknahme, damit keine Gefahr des Banken-Run, keine rechtlichen Grenzen zur Risikoübernahme, Verstärkung der Risiken durch ext. Management	Mittel, in Bereichen mit Kernkompetenz, da Handelbarkeit der Anteile, keine rechtl. Beschränkung der Risikoübernahme, Anreiz für optimales Risikomanagement durch int. Management	Sehr gut, keine rechtl. Beschränkung der Risikoübernahme, Anreiz für optimales Risikomanagement durch Beteiligung des Managements	Sehr gering, da Immobilienanlage nicht Kerngeschäft, rechtl. Beschränkung der Risikoübernahme, Verstärkung der Risiken durch ext. Management
Eignung zur Abbildung von Wertentwicklung	Sehr gut, da tägliche Bewertung des Rücknahmepreises bei Rückgabe, mind. zweimal im Monat	Gut, da monatliche Bewertung des Rücknahmepreises	Mittel, da Veröffentlichung von Anteilspreisen in Abhängigkeit der Fondspolitik	Kaum, da Bewertung des Vermögens / Rücknahmepreises nur im Falle des Verkaufs	Kaum, da lediglich Marktkapitalisierung der Aktie beobachtbar, nicht Immobilienwerte	Mittel, da Anteils- / Vermögenswerte kaum beobachtbar, aber kurzfristige Anlage	Mittel, da jährliche Information der Versicherten über Lagebericht
<b>Definierter Gestaltungs- rahmen</b>	<b>Sehr Gering</b>	<b>Gering</b>	<b>Gering-mittel</b>	<b>Mittel</b>	<b>Mittel</b>	<b>Hoch</b>	<b>Gering</b>





---

## 4 Das PPP-Projekt aus Sicht eines Investors

Investoren bewegen sich im Spannungsfeld zwischen Rendite, Wertsicherheit bzw. Risiko und Liquidität.<sup>671</sup> Die Performance<sup>672</sup> einer PPP-Immobilienanlage bestimmt, ob die einzelnen Investoren ihre Ziele erreichen oder nicht.<sup>673</sup> Grundsätzlich können Rendite und Risiko als wesentliche Determinanten der Performance einer PPP-Immobilie benannt werden.<sup>674</sup> Dabei werden diese wiederum von dem gewählten PPP-Vertragsmodell, der PPP-Wertschöpfungsphase und der PPP-Immobilienart sowie von der Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt beeinflusst.

Die Frage der Eignung eines Immobilieninvestors für Investitionen in ein spezifisches PPP-Projekt und damit dessen Rolle auf dem PPP-Markt ist aus institutionenökonomischer Perspektive wiederum davon abhängig, wie groß der **definierte Gestaltungsrahmen** des Immobilieninvestors als Immobilienanlagevehikel<sup>675</sup> ist und ob sich dieser mit dem **erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen** des PPP-Projektes deckt.<sup>676</sup>

Der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes wird dabei von den erforderlichen (Einzel)Gestaltungsrahmen der verschiedenen Einflusskriterien bestimmt. Diese sind das gewählte PPP-Vertragsmodell, die PPP-Wertschöpfungsphase, in der die Investition vorgenommen wird, die PPP-Immobilienart des Projektes sowie die Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt.

In den folgenden Kapiteln werden die oben genannten Faktoren, die Einfluss auf den erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes haben, qualitativ nach bestimmten Kriterien, wie bspw. Leistungsumfang und Risikoverteilung, Komplexität und benötigtes Spezial-Know-how, analysiert. Auf Basis dieser Analyse wird der jeweils erforderliche Gestaltungsrahmen der Einflusskriterien abgeleitet. Dabei erfolgt eine komparative Klassifizierung der PPP-Vertragsmodelle, der PPP-Wertschöpfungsphasen, der PPP-Immobilienarten und der PPP-Handlungsoptionen, die eine ordinale Reihung ermöglicht. Die Reihung erfolgt anhand der komparativen Begriffe gering < mittel < hoch. Quantitative Differenzen werden dabei nicht definiert.<sup>677</sup>

Die erläuterten Zusammenhänge werden in der folgenden Abbildung grafisch verdeutlicht.

---

<sup>671</sup> Vgl. Schleiter, Grundlagen Immobilien, 2002, S. 255.

<sup>672</sup> Dabei wird die Performance sehr unterschiedlich definiert und bewertet. Zum Beispiel werden Kennzahlen, wie Cashflow, Total Return und Risiko einer Immobilienanlage, unterschiedlich bewertet. Vgl. Thomas / Dierkes, Immobilien-Performancemessung, 2006, S. 217f. Die Kennzahlen können mittels verschiedener Methoden quantitativ bewertet werden. Vgl. Schulte / Allendorf / Ropeter-Ahlers, Beurteilung direkter Immobilienanlage, 2005, S. 630ff.

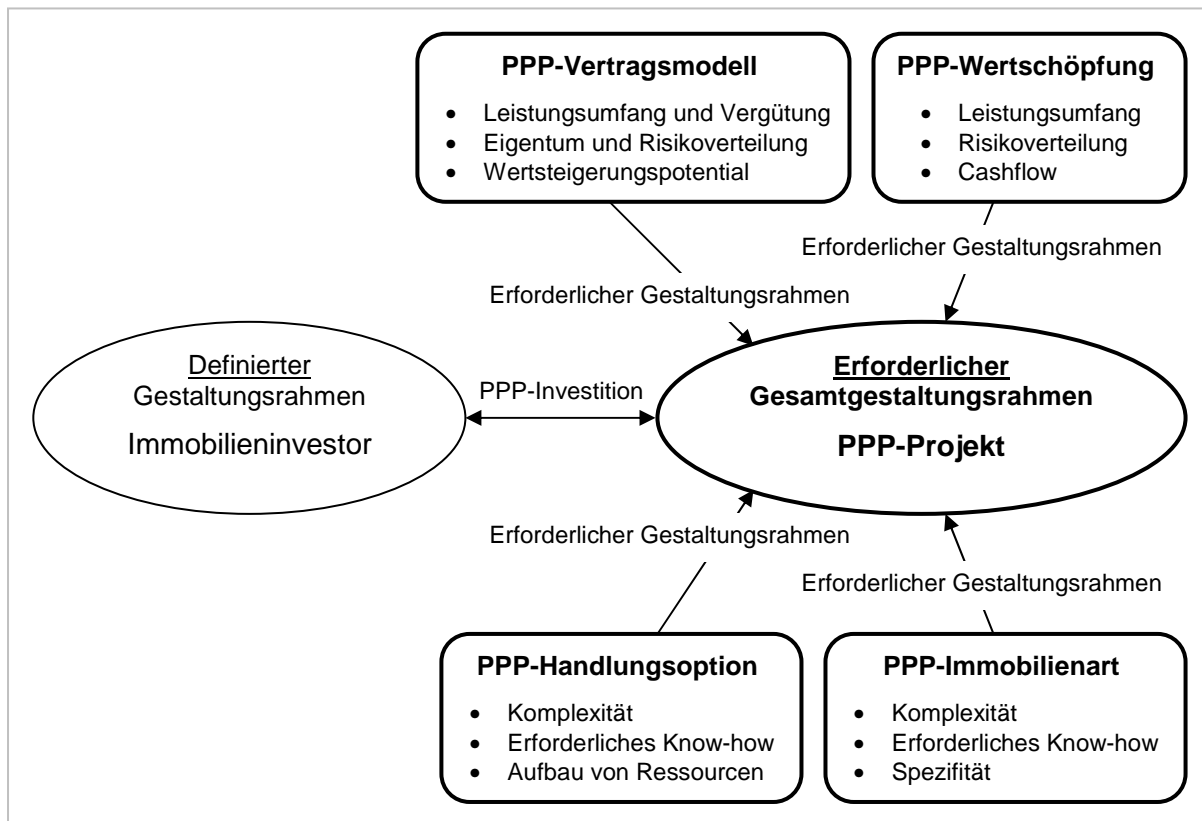
<sup>673</sup> Auf die Eigenschaften und Ziele der einzelnen Investoren wird in Kapitel 3 eingegangen.

<sup>674</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 707.

<sup>675</sup> Dies wird in Kapitel 3 ausführlich diskutiert.

<sup>676</sup> Die theoretischen Grundlagen werden in Kapitel 2.1.7 dargelegt.

<sup>677</sup> Vgl. Brinkmann, Analytische Wissenschaftstheorie, 1991, S. 32; Seiffert / Radnitzky, Handlexikon Wissenschaftstheorie, 1992, S. 38; Schurz, Wissenschaftstheorie, 2006, S. 74.



**Abbildung 11: Determinanten des erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmens eines PPP-Projektes**<sup>678</sup>

#### 4.1 PPP-Vertragsmodelle

PPP-Verträge sind in der Regel sehr komplex und weisen eine hohe Spezifität auf. So nehmen sowohl der private als auch der öffentliche PPP-Partner transaktionsspezifische Investitionen vor,<sup>679</sup> indem sie z.B. in Sachkapital oder Humankapital investieren, d.h. Know-how zur Durchführung eines PPP-Projektes aufbauen. PPP-Verträge sind aufgrund der langen Laufzeiten und der hohen Komplexität zumeist als unvollständige Verträge ausgestaltet.<sup>680</sup>

Unsicherheit bei der Erfüllung eines PPP-Vertrages besteht zum einen hinsichtlich des Verhaltens der Vertragsparteien, aber auch hinsichtlich externer Einflüsse. Diese Unsicherheiten sind u.a. auf Informationsasymmetrien zurückzuführen. Sie treten vor Vertragsschluss auf, wenn die öffentliche Hand als Auftraggeber Eigentümerin der Immobilie oder des Grundstückes ist und damit deren Eigenschaften, wie z.B. Instandhaltungszustand oder Schadstoffbelastung, besser kennt als der zukünftige private Auftragnehmer.

<sup>678</sup> Eigene Darstellung

<sup>679</sup> Vgl. Williamson, Ökonomische Institutionen des Kapitalismus, 1990, S. 62.

<sup>680</sup> Vgl. Hart, Incomplete contracts and public ownership - an application to PPP, 2003, S. 69ff; Parker / Hartley, Transaction costs, relational contracting and ppps, 2003, S. 11; Riess, PPP and sectors, 2005, S. 14f.

Nach Vertragsschluss verfügt jedoch der private Auftragnehmer i.d.R. über einen Informationsvorsprung hinsichtlich der Erfüllung des PPP-Vertrages und des Zustands der PPP-Immobilie. Durch diese Informationsasymmetrien entstehen bei einem PPP-Projekt Transaktionskosten.<sup>681</sup> Um diese möglichst gering zu halten, werden PPP-Vertragsmodelle genutzt, die gewisse Standards und Vereinheitlichungen setzen und damit zur Minimierung der Informationsasymmetrien und damit der Transaktionskosten beitragen.

Seit der Veröffentlichung des Gutachtens „PPP im Öffentlichen Hochbau“<sup>682</sup> sind für deutsche PPP-Projekte sieben Formen von Vertragsmodellen anwendbar. Das sind: PPP-Inhabermodell, PPP-Erwerbermodell, PPP-FM-Leasingmodell, PPP-Vermietungsmodell, PPP-Konzessionsmodell sowie PPP-Contractingmodell<sup>683</sup> und PPP-Gesellschaftsmodell<sup>684</sup>. Dabei basieren die letzten beiden PPP-Vertragsmodelle hinsichtlich ihrer Eigenschaften auf den vorgenannten Vertragsmodellen, weshalb sich diese Arbeit auf die Erläuterung der ersten fünf Basis-Vertragsmodelle beschränkt.

Die fünf Basis-Vertragsmodelle unterscheiden sich durch spezifische Eigenschaften, die im Folgenden analysiert werden. Dazu zählen:

- Eigentumsverhältnisse,
- Leistungsumfang und Risikoverteilung,
- Form der Vergütung sowie
- Wertentwicklungspotential.

Dabei ist bei der Risikoverteilung ausschlaggebend, ob der private Partner das Verfügbarkeitsrisiko, das Auslastungsrisiko und / oder das Verwertungsrisiko trägt. Des Weiteren differieren die einzelnen PPP-Vertragsmodelle dahingehend, ob der öffentliche Auftraggeber oder der private Auftragnehmer das Wertentwicklungspotential, damit aber auch das Wertverlustrisiko, trägt.

Die vorgeschlagene qualitative Analyse mündet in einer Bewertung der Komplexität, des benötigten Spezial-Know-hows und schließlich des **erforderlichen Gestaltungsrahmens** des jeweiligen PPP-Vertragsmodells. Dabei erfolgt eine vergleichende Einordnung der Vertragsmodelle innerhalb dieser drei Dimensionen in drei komparative Kategorien gering < mittel < hoch.<sup>685</sup>

---

<sup>681</sup> Weitere Analysen von PPP's aus Sicht der Neuen Institutionenökonomik finden sich z.B. bei: Fischer, PPP – Value Management Ansatz, 2008, S. 50ff.

<sup>682</sup> Vgl. Beratergruppe, PPP im Öffentlichen Hochbau - Leitfaden, 2003, S. 90ff.

<sup>683</sup> Das PPP-Contractingmodell umfasst die Optimierung von bestimmten technischen Anlagen in einem Gebäude des öffentlichen Auftraggebers durch einen privaten Partner, wobei sich dessen Vergütung an den Einsparungen orientiert. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 137; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 80.

<sup>684</sup> Das PPP-Gesellschaftsmodell ist eine Form der Ausgestaltung der fünf Basis-Vertragsmodelle, bei dem der öffentliche Auftraggeber die Rolle eines Mitgesellschafters übernimmt. Dabei werden unter diesem Modell nicht die institutionellen PPPs verstanden, die in Kapitel 2.2.1 erläutert werden, sofern der öffentliche Auftraggeber ein deutlicher Minderheitsgesellschafter ist. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 146ff.

<sup>685</sup> Siehe dazu die Ausführungen in Kapitel 4.

Die einzelnen vertraglichen Ausgestaltungsmöglichkeiten von PPP-Projekten werden im Folgenden näher betrachtet.<sup>686</sup>

### 4.1.1 PPP-Inhabermodell

Das PPP-Inhabermodell<sup>687</sup> ist das derzeit in der Praxis am häufigsten anzutreffende Vertragsmodell, insbesondere für PPP-Schulprojekte.<sup>688</sup> Dies beruht vor allem auf der Tatsache, dass z.B. Schulimmobilien i.d.R. nicht veräußert werden dürfen.<sup>689</sup>

Im Rahmen des PPP-Inhabermodells werden ein oder mehrere Gebäude auf einem Grundstück des öffentlichen Auftraggebers neu errichtet oder bestehende Gebäude, ebenfalls im **Eigentum** des öffentlichen Auftraggebers, saniert oder erweitert. Das Eigentum an den neu errichteten Gebäuden geht laut Gesetz<sup>690</sup> mit der Erstellung sukzessive auf den öffentlichen Auftraggeber über. Die Gebäude verbleiben über die gesamte Vertragslaufzeit in dessen wirtschaftlichem<sup>691</sup> und dinglichem Eigentum.<sup>692</sup> Dem privaten Auftragnehmer wird dagegen ein umfassendes Nutzungs- und Besitzrecht an Grundstück und Gebäude eingeräumt, z.B. in Form eines Nießbrauchsrechts<sup>693</sup> oder im Wege einer schuldrechtlichen Vereinbarung in Form eines Gestattungsvertrages ohne dinglichen Rechtscharakter.<sup>694</sup>

---

<sup>686</sup> Die Ausführungen zu den PPP-Vertragsmodellen basieren vor allem auf den folgenden Quellen: Beratergruppe, PPP im Öffentlichen Hochbau - Leitfaden, 2003, S. 90ff; Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 57ff; Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 104ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 67ff. Weitere Details bezüglich der Vertragsmodelle, z.B. zur steuerlichen und bilanziellen Behandlung, zur Veranschlagung im Haushalt oder zum Förderrecht, finden sich z.B. bei: Claudy / Ohde, Steuerrecht, 2006, S. 321ff; Neumann / Szabados, Haushaltsrecht, 2006, S. 172ff; Schäfer / Karthaus, Kommunalrecht, 2006, S. 209ff; Neumann / Szabados, Förderrecht, 2006, S. 388ff.

<sup>687</sup> In Anlehnung an die im englischsprachigen Raum verwendeten Bezeichnungen kann dies als DBFO(T) (D-Design, B-Build, F-Finance, O-Operate, T-Transfer) eingestuft werden. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 77.

<sup>688</sup> Insgesamt wurden 68 von insgesamt 104 vergebenen deutschen PPP-Hochbauprojekten als PPP-Inhabermodell konzipiert. Eigene Erhebung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>689</sup> Eine Ausnahme bildet das Land Nordrhein-Westfalen. Hier wurde mit dem vom nordrhein-westfälische Innenministerium im Oktober 2006 veröffentlichten Erlass „Kredite und kreditähnliche Rechtsgeschäfte der Gemeinden“ so genannte „Sale and Lease Back-Geschäfte“ zugelassen, wenn diese wirtschaftlich sind und der Gemeinde ein Nutzungsrecht sowie eine Rückkaufoption eingeräumt wird. Vgl. Innenministerium NRW, Krediterlass NRW, 2006.

<sup>690</sup> Vgl. § 946 BGB, 2007.

<sup>691</sup> Das wirtschaftliche Eigentum spielt bei der bilanziellen Zuordnung als Vermögen der Kommune oder des privaten Auftragnehmers eine entscheidende Rolle. Vgl. Rakel / Weber, PPP und NKF, 2007, S. 40ff; Claudy / Ohde, Steuerrecht, 2006, S. 350.

<sup>692</sup> Vgl. PwC, ÖPP in der Krankenhausfinanzierung, 2007, S. 25. Aus der Eigentümerstellung des öffentlichen Auftraggebers ergibt sich automatisch sein Nutzungsrecht der Gebäude. Bei beweglichen Sachen gehört es zu den vertraglichen Pflichten des privaten Auftragnehmers, dem öffentlichen Auftraggeber die Nutzung und das Eigentum zum Zeitpunkt der Übergabe zu verschaffen. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 107.

<sup>693</sup> Ein Nießbrauchsrecht besteht dann, wenn eine Sache in der Weise belastet wird, dass derjenige, zu dessen Gunsten die Belastung erfolgt, berechtigt ist, die Nutzungen der Sache zu ziehen. Vgl. § 1030 BGB, 2007. Es handelt sich um ein dingliches Recht in Gestalt einer Dienstbarkeit. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 133.

<sup>694</sup> Der Mustervertrag für PPP-Schulprojekte der PPP Task Force des Bundes wurde dementsprechend ausgestaltet. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007.

Beim PPP-Inhabermodell übernimmt der private Auftragnehmer sämtliche **Leistungen** über den Lebenszyklus der Gebäude, von Planung, Bau (Errichtung und / oder Sanierung) und Finanzierung bis hin zum Betrieb. In der Betriebsphase obliegen dem Auftragnehmer insbesondere die Instandhaltung und die Instandsetzung der baulichen und technischen Anlagen. Die Laufzeit beträgt je nach Umfang der Investition 15 bis 20 Jahre.<sup>695</sup> Die Verwertung des PPP-Projektes nach Ablauf der Vertragslaufzeit übernimmt der private Auftragnehmer beim PPP-Inhabermodell nicht.

Das monatlich oder jährlich gezahlte Leistungsentgelt dient der **Vergütung** bzw. der Refinanzierung sämtlicher dem privaten Auftragnehmer entstandenen Aufwendungen, wie die Investitionskosten, d.h. Planungs- und Baukosten sowie Finanzierungskosten,<sup>696</sup> die Betriebskosten sowie etwaige Risikozuschläge und den Gewinn des Auftragnehmers.<sup>697</sup> Das Leistungsentgelt wird ab Beginn der Betriebsphase, also mit Fertigstellung der Objekte, bei vertragsgemäßer Erbringung der Leistung gezahlt. Am Ende der Vertragslaufzeit erfolgen bei diesem Vertragsmodell keine zusätzlichen Zahlungen an den privaten Auftragnehmer.<sup>698</sup>

Beim PPP-Inhabermodell trägt der private Auftragnehmer die wesentlichen **Risiken** in der Planungs-, Bau- und Betriebsphase sowie die Finanzierungsrisiken.<sup>699</sup> Er übernimmt das Verfügbarkeitsrisiko der Gebäude, jedoch keine Markt- bzw. Auslastungsrisiken. Der öffentliche Auftraggeber trägt die Sach- und Preisgefahr<sup>700</sup> nach Abnahme des erstellten Gebäudes und Nutzungs- und Besitzübergang. Das Risiko der wirtschaftlichen Verwertung des Projektes am Ende der Vertragslaufzeit verbleibt beim öffentlichen Auftraggeber, da dieser Eigentümer des Projektgegenstandes ist.

Da beim PPP-Inhabermodell das wirtschaftliche Eigentum während der PPP-Vertragslaufzeit und auch nach Vertragsende beim öffentlichen Auftraggeber liegt,<sup>701</sup> profitiert dieser auch von potentiellen **Wertsteigerungen** der Immobilien. Er trägt aber auch gleichzeitig das Risiko des Wertverlustes bzw. des Untergangs der Immobilie.<sup>702</sup> Da das Leistungsentgelt für die Investition i.d.R. festgelegt ist, hat der private Auftragnehmer wenige Möglichkeiten, reale Wertsteigerungen zu heben, er trägt aber auch nicht das Risiko des Wertverlustes.

<sup>695</sup> Da bei PPP-Inhabermodellen häufig Sanierungen vorgenommen werden, die keine sehr hohen Investitionen erfordern, kann bei diesem Vertragsmodell die Laufzeit relativ gering sein.

<sup>696</sup> Bezüglich der Planungs-, Bau- und Finanzierungskosten geht der private Auftragnehmer in Vorleistung, die durch die Zahlung einer ratenweise gestaffelten Werklohnforderung vergütet wird. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 438.

<sup>697</sup> Das Leistungsentgelt kann entweder entsprechend der in den jeweiligen Phasen des Projektes erbrachten Leistung in Entgeltbestandteile aufgeteilt oder als einheitliches Leistungsentgelt für die Gesamtleistung gezahlt werden. Bei letzterer Variante würde der Projektgegenstand erst bei Ablauf der Vertragslaufzeit abgenommen und auf den öffentlichen Auftraggeber übertragen und somit auch die Sach- und Preisgefahr. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 135.

<sup>698</sup> Der Mustervertrag für ein PPP-Inhabermodell eines Schulprojektes der PPP Task Force des Bundes zeigt in § 10 die Zusammensetzung der Leistungsvergütung. Vgl. Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007, S. 27.

<sup>699</sup> Dies gilt nicht für Tatsachen, die der öffentliche Auftraggeber zu vertreten hat, z.B. Änderungen der Leistung oder rechtliche Rahmenbedingungen.

<sup>700</sup> Diese umfasst das Risiko der Zerstörung des Gebäudes durch Gründe, die keine der beiden Vertragsparteien zu vertreten hat, z.B. höhere Gewalt. Unter Sachgefahr versteht man das Risiko des Schuldners, noch einmal auf eigene Kosten leisten zu müssen. Die Preisgefahr ist das Risiko des Schuldners, den Anspruch auf die Gegenleistung zu verlieren, wenn die eigene Leistung unmöglich wird. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 107.

<sup>701</sup> Beim PPP-Inhabermodell liegt auch das zivilrechtliche Eigentum beim öffentlichen Auftraggeber.

<sup>702</sup> Vgl. Rakel / Weber, PPP und NKF, 2007, S. 35.

Des Weiteren wird angenommen, dass bei einer Veränderung der Leistung die Anpassung des Leistungsentgeltes auf Basis der ursprünglichen Kalkulation vorgenommen wird und damit derart bedingte Wertsteigerungen ausgeschlossen sind.

Die nominale Wertveränderung der Investition durch Inflation wird i.d.R. durch den Investor in der Kalkulation des fixen Bestandteils des Leistungsentgeltes berücksichtigt, um die Werterhaltung des investierten Betrages sicherzustellen. Des Weiteren werden die Teile des Leistungsentgeltes für Betriebsleistungen, die starken Preisänderungen unterliegen, wie z.B. Energiepreise, indexiert.<sup>703</sup>

Wenn bei einem PPP-Inhabermodell verschiedene abgrenzbare Leistungen, für die unterschiedliches Recht gilt, in einem Vertrag zusammengefasst sind, handelt es sich aus rechtlicher Sicht<sup>704</sup> um einen Typenkombinationsvertrag. Wird dagegen eine einheitliche Gesamtleistung vereinbart spricht man von einem Typenverschmelzungsvertrag. Die Leistungen der Planungs-, Bau- und Betriebsphase unterliegen i.d.R. dem Werk- oder dem Dienstvertragsrecht.<sup>705</sup>

→ Die Komplexität des PPP-Inhabermodells ist aus Sicht des Investors im Vergleich mit den anderen Vertragsmodellen, die im Folgenden behandelt werden, gering. Für die Strukturierung ist relativ wenig Spezial-Know-how erforderlich. Insgesamt kann der **erforderliche Gestaltungsrahmen** als vergleichsweise gering eingestuft werden.

#### 4.1.2 PPP-Erwerbermodell

Das Erwerbermodell fand bisher in Deutschland relativ wenig Anwendung.<sup>706</sup> Beim PPP-Erwerbermodell<sup>707</sup> errichtet der private Auftragnehmer auf einem in seinem **Eigentum** liegenden Grundstück ein oder mehrere Gebäude. Ist der Auftraggeber Eigentümer des Grundstückes kann der Auftragnehmer das Eigentum durch Bestellung eines Erbaurechtes erwerben.<sup>708</sup> Grundstück und Gebäude verbleiben während der gesamten Vertragslaufzeit bis zum Ende der Betriebsphase im dinglichen Eigentum des privaten Auftragnehmers und werden dem öffentlichen Auftraggeber zur Nutzung überlassen.<sup>709</sup> Dieser hat damit die tatsächliche Herrschaft über das Gebäude inne und ist somit auch aus wirtschaftlicher Sicht der Eigentümer.<sup>710</sup>

---

<sup>703</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 523.

<sup>704</sup> Die Zuordnung zu bestimmten gesetzlichen Vertragstypen ist bei auftreten von Regelungslücken im eigentlichen PPP-Vertrag oder bei Auslegungsfragen von Bedeutung.

<sup>705</sup> Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 135ff.

<sup>706</sup> Insgesamt ist erst ein Projekt von insgesamt 104 vergebenen PPP-Projekten in Deutschland als Erwerbermodell konzipiert worden. Eigene Erhebung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>707</sup> Hier kann man entsprechend der internationalen Bezeichnungen auch von einem (D)BOOT-Modell (D-Design, B-Build, O-Operate, O-Own, T-Transfer) sprechen. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 77.

<sup>708</sup> Mit dem Erbbaurecht verbunden wird die Pflicht zur Errichtung und zum Betrieb der Gebäude. Das Erbbaurecht endet mit der Vertragslaufzeit. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 110.

<sup>709</sup> Es können auch nur Teile des Gebäudes dem öffentlichen Auftraggeber zur Nutzung überlassen werden und die ungenutzten Teile, z.B. an Dritte, vermietet werden. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 111.

<sup>710</sup> Vgl. PwC, ÖPP in der Krankenhausfinanzierung, 2007, S. 19. Der Anspruch des öffentlichen Auftraggebers auf Übertragung des Grundstückes am Ende der Laufzeit wird durch einen Auflassungsvermerk im Grundbuch gesichert. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 109.

Die Verantwortung für den Betrieb obliegt jedoch dem privaten Auftragnehmer. Am Ende der Vertragslaufzeit werden Grundstück und Gebäude an den öffentlichen Auftraggeber übertragen, womit auch das rechtliche Eigentum auf diesen übergeht.

Der private Auftragnehmer übernimmt auch im Rahmen eines PPP-Erwerbermodells alle **Leistungen** des Gebäudelebenszyklus, d.h. die Planung, den Bau (Errichtung und / oder Sanierung), die Finanzierung und den Betrieb, d.h. Facility Management, und insbesondere Instandhaltung und Instandsetzung der Gebäude. Die Vertragslaufzeit kann in Abhängigkeit von Art und Umfang des Projektes bis zu 30 Jahre betragen. Nach Ablauf der Vertragslaufzeit übernimmt der öffentliche Auftraggeber die Weiterverwertung des Objektes.

Für die erbrachte Leistung wird der private Auftragnehmer über ein nach monatlichen oder jährlichen Raten gestaffeltes Leistungsentgelt ab Beginn der Betriebsphase **vergütet**.<sup>711</sup> Dieses deckt die Komponenten für Planung, Bau und Finanzierung (Kapitaldienst), Betrieb, und Erwerb der Immobilie und Grundstück<sup>712</sup> sowie Risikozuschläge und den Gewinn des Auftragnehmers vollständig ab.<sup>713</sup> Der öffentliche Auftraggeber kann das Leistungsentgelt bei Schlecht- oder Nichtleistung des privaten Auftragnehmers entsprechend vertraglicher Vereinbarungen kürzen. Am Ende der Vertragslaufzeit ist die Immobilie ohne zusätzliche Zahlungen wieder im Besitz der öffentlichen Hand.

Der private Auftragnehmer trägt beim PPP-Erwerbermodell alle von ihm beherrschbaren **Risiken**. Dazu gehören Planungs-, Bau-, Betriebs- und Finanzierungsrisiken. Der öffentliche Auftraggeber trägt mit Abnahme, d.h. Nutzungs- und Besitzübergang nach Fertigstellung der Gebäude, die Sach- und Preisgefahr<sup>714</sup> sowie das Verwertungsrisiko am Ende der Vertragslaufzeit.<sup>715</sup>

Von den potentiellen **Wertsteigerungen** der Immobilie profitiert beim PPP-Erwerbermodell der öffentliche Auftraggeber, da bei ihm das wirtschaftliche Eigentum während der PPP-Vertragslaufzeit und auch nach Vertragsende liegt.<sup>716</sup> Er trägt aber auch das Risiko des Wertverlustes bzw. des Untergangs der Immobilie.<sup>717</sup> Der private Partner hat dagegen wenige Möglichkeiten reale Wertsteigerungen zu heben, da das Leistungsentgelt für die Investition fix ist. Auch wird angenommen, dass die Anpassung des Leistungsentgeltes bei Änderungen der Leistung auf Basis der ursprünglichen Kalkulation vorgenommen wird, und damit Wertsteigerungen ausgeschlossen sind. Der Investor berücksichtigt die nominale Wertveränderung durch Inflation bereits in der Kalkulation des fixen Bestandteils des Leistungsentgeltes, um die Werterhaltung des investierten Betrages sicherzustellen. Beim Leistungsentgelt für Betriebsleistungen werden die Teile, die starken Preisänderungen unterliegen, indexiert.

<sup>711</sup> Auch hier kann das Leistungsentgelt entweder auf eine Gesamtleistung ausgerichtet oder in einzelne Projektphasen aufgeteilt sein. Vgl. Kapitel 4.1.1.

<sup>712</sup> Dabei handelt es sich um eine Art Ratenkauf, über den die vorfinanzierte Leistung des privaten Auftragnehmers vergütet wird. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 438.

<sup>713</sup> In diesem Zusammenhang steht die Pflicht des privaten Auftragnehmers, das Projekt in einem vertraglich vereinbarten Zustand bis zum Ende der Vertragslaufzeit und bis zur Übertragung des Grundstückes zu erhalten. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 108.

<sup>714</sup> Vgl. Kapitel 4.1.1.

<sup>715</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 78.

<sup>716</sup> Beim PPP-Erwerbermodell geht das zivilrechtliche Eigentum sukzessive auf den öffentlichen Auftraggeber über.

<sup>717</sup> Vgl. Rakel / Weber, PPP und NKF, 2007, S. 35.

Aus rechtlicher Sicht handelt es sich bei einem PPP-Erwerbermodell ebenfalls um einen Typenkombinationsvertrag, wenn dabei verschiedene abgrenzbare Leistungen, für die unterschiedliches Recht gilt, in einem Vertrag zusammengefasst sind.<sup>718</sup> Für die Leistungen in der Planungs- und Bauphase findet i.d.R. das Werkvertragsrecht Anwendung. Die Betriebsleistungen unterliegen dem Dienst- oder dem Werkvertragsrecht. Für die Nutzungsüberlassung und Eigentumsübertragung wird das Kaufvertragsrecht angewandt.<sup>719</sup>

→ Das PPP-Erwerbermodell zeichnet sich ebenso wie das PPP-Inhabermodell durch eine geringe Komplexität sowie eine geringe Erfordernis von Spezial-Know-how aus, weshalb auch der **erforderliche Gestaltungsrahmen** zur Durchführung eines solchen Vertragsmodells als gering eingeschätzt werden kann.

#### 4.1.3 PPP-FM-Leasingmodell

Das PPP-FM-Leasingmodell fand in der deutschen PPP-Praxis bisher nur sehr wenig Anwendung.<sup>720</sup> Bei diesem Vertragsmodell<sup>721</sup> überlässt der private Auftragnehmer als Leasinggeber dem öffentlichen Auftraggeber (als Leasingnehmer) den vereinbarten Projektgegenstand, der sich in seinem wirtschaftlichen und dinglichen **Eigentum** befindet,<sup>722</sup> zur Nutzung über die gesamte Vertragslaufzeit. Dabei besteht jedoch, anders als beim PPP-Erwerbermodell, keine Verpflichtung zur Übertragung des Gebäudeeigentums am Ende der Vertragslaufzeit. Der öffentliche Auftraggeber hat vielmehr ein Optionsrecht, die Immobilie entweder zurückzugeben oder zu einem bei Vertragsschluss fest kalkulierten Restwert zu erwerben.<sup>723</sup> Neben der Kaufoption sind auch Optionen zur Vertragsverlängerung oder Verwertungsabreden<sup>724</sup> möglich.

Auch beim PPP-FM-Leasingmodell übernimmt der private Auftragnehmer Planung, Bau (Errichtung und / oder Sanierung), Finanzierung und Betrieb (Facility Management) sowie ggf. Verwertung des Projektgegenstandes. Die einzelnen **Leistungen** sind jedoch nicht

---

<sup>718</sup> Wird dagegen eine einheitliche Gesamtleistung vereinbart, spricht man auch hier von einem Typenverschmelzungsvertrag. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 113.

<sup>719</sup> Detaillierte Ausführungen hierzu finden sich bei Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 104ff.

<sup>720</sup> Bisher wurde kein PPP-Projekt als PPP-FM-Leasingmodell vergeben. Eigene Erhebung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008). Aufgrund der steuerlichen Auswirkungen der Unternehmenssteuerreform ist jedoch davon auszugehen, dass dieses Modell zukünftig das PPP-Vermietungsmodell verdrängen wird, da beim Leasing im Gegensatz zur Miete Zinsaufwendungen und -erträge saldiert werden können. Vgl. BMF, Zinsschranke, 2008, S. 5ff.

<sup>721</sup> Das PPP-FM-Leasingmodell kann auch als DBLOT-Modell (D-Design, B-Build, L-Lease, O-Operate, T-Transfer) bezeichnet werden. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 78.

<sup>722</sup> Vgl. PwC, ÖPP in der Krankenhausfinanzierung, 2007, S. 21. Denkbar sind auch Sale-and-lease-back-Konstruktionen, bei denen der öffentliche Auftraggeber ein in seinem Eigentum befindliches Grundstück (mit Gebäude) an den privaten Auftragnehmer verkauft und dann über ein Leasing nutzt und ggf. zurück erwirbt. Daneben sind auch Erbbaurechtsvereinbarungen möglich, wobei hier im Gegensatz zum PPP-Erwerbermodell die Laufzeit nicht der des PPP-Vertrages entsprechen sollte. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 122f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 78.

<sup>723</sup> Bei Ausüben der Kaufoption durch den öffentlichen Auftraggeber geht das Eigentum an Grundstück und Gebäuden auf diesen über.

<sup>724</sup> Verwertungsabreden regeln, ob und wenn ja, in welchem Umfang der öffentliche Auftraggeber am Verwertungserlös des privaten Auftragnehmers beteiligt wird. Es kann auch vereinbart werden, dass bei Verkauf durch den privaten Auftragnehmer der öffentliche Auftraggeber den Differenzbetrag zum vereinbarten Restwert übernimmt. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 121.



vertraglich vereinbarte Leistungspflichten, da bei diesem Modell die Überlassung und der Betrieb der Gebäude vorrangige Leistungspflicht des privaten Auftragnehmers ist.<sup>725</sup> Die Laufzeit beträgt üblicherweise zwischen 20 und 30 Jahren.

Als **Vergütung** zahlt der Auftraggeber regelmäßig monatlich oder jährlich gestaffelte Raten („Leasingraten“) an den Auftragnehmer in der bei Vertragsschluss festgelegten Höhe. Bestandteile dieser Raten sind das Entgelt für die Teilamortisation der Planungs-, Bau- und Finanzierungskosten sowie für den Betrieb sowie Risikoaufschläge und Gewinnmarge des privaten Auftragnehmers. Die Differenz zu den Gesamtinvestitionskosten bildet der Restwert ab, zu dem der öffentliche Auftraggeber das Eigentum des Projektes am Ende der Vertragslaufzeit erwerben kann.<sup>726</sup> Wird die Kaufoption des öffentlichen Auftraggebers nicht gezogen, muss sich der private Auftragnehmer um Einnahmemöglichkeiten durch Neuvermietung, Umnutzung oder den Verkauf der Immobilie kümmern.

Beim PPP-FM-Leasingmodell trägt der private Auftragnehmer alle **Risiken** der Finanzierung sowie der Planungs-, Bau- und Betriebsphase, d.h. das Verfügbarkeitsrisiko.<sup>727</sup> Im Gegensatz zu den oben betrachteten Modellen trägt er bei diesem Modell auch die Sach- und Preisgefahr.<sup>728</sup> Nimmt der öffentliche Auftraggeber am Ende der Vertragslaufzeit seine Kaufoption oder seine Vertragsverlängerungsoption nicht wahr, so trägt der private Auftragnehmer auch das Risiko der wirtschaftlichen Verwertung.

Welche Partei beim PPP-FM-Leasingmodell das **Wertentwicklungspotential** trägt, hängt von der Endschaftsregelung ab.<sup>729</sup> Nimmt der öffentliche Auftraggeber beim PPP-FM-Leasingmodell seine Kaufoption wahr, dann bestehen für den privaten Auftragnehmer keine Möglichkeiten zur Hebung von Wertsteigerungen, aber auch keine Wertveränderungsrisiken, da der Erwerb zu dem bei Vertragsschluss festgelegten Restwert erfolgt.

Nimmt der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht wahr, dann liegt sowohl während der PPP-Vertragslaufzeit als auch nach Vertragsende das wirtschaftliche und dingliche Eigentum beim privaten Auftragnehmer. Dieser trägt damit auch die Chancen und Risiken im Zusammenhang mit einer Wertveränderung der Immobilie nach Beendigung des PPP-Vertrages. Wertentwicklungen während der Vertragslaufzeit können aufgrund des fixierten Leistungsentgeltes jedoch nicht gehoben werden.

Die Größe des Wertsteigerungspotentials nach Vertragsschluss ist maßgeblich von der wirtschaftlichen Entwicklung und der Lage bzw. der Duplizierbarkeit der Lage des Projektes abhängig. So weisen PPP-Immobilien in nicht duplizierbaren Lagen i.d.R. ein höheres Wertsteigerungspotential auf als in duplizierbaren Lagen, da in nicht duplizierbaren Lagen

<sup>725</sup> Die Eigenschaften der Gebäude werden jedoch vom öffentlichen Auftraggeber in Form einer funktionalen Beschreibung vorgegeben. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 109.

<sup>726</sup> Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 121f.

<sup>727</sup> Dies ergibt sich zwar nicht aus der vertraglichen Vereinbarung von Planungs- und Bauleistungen, sondern aus der dem PPP-FM-Leasingmodell immanenten Pflicht der Überlassung des Projektgegenstandes zu einem bestimmten Zeitpunkt und in einem bestimmten Zustand. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 117f.

<sup>728</sup> Für eine von den Vertragspartnern angestrebte wirtschaftliche Zuordnung des Eigentums beim privaten Auftragnehmer ist laut Teilamortisations-Immobilien-Erlass von 1991 die Übernahme von Eigentümerrisiken, wie die Sach- und Preisgefahr, notwendig. Vgl. BMF, Teilamortisations-Immobilien-Erlass, 1991; Claudy / Ohde, Steuerrecht, 2006, S. 350.

<sup>729</sup> Eine Untersuchung des Vertragsendes auf Basis der Prinzipal-Agent-Theorie findet sich bei: Thiessen, Vertragsende bei PPP-Hochbauprojekten, 2007.

i.d.R. die Nachfrage und damit die Mieten steigen. Dies führt bei konstanten Anfangsrenditen zu steigenden Immobilienwerten.<sup>730</sup> Darüber hinaus sind Wertsteigerungspotentiale von PPP-Immobilien durch deren Nutzung bzw. Nachnutzung determiniert, weshalb die Drittverwendungsfähigkeit der Immobilien von großer Bedeutung ist.

Die nominale Wertveränderung durch Inflation wird beim PPP-FM-Leasingmodell bei der Kalkulation des fixen Bestandteils des Leistungsentgeltes durch den Investor oder durch jährliche Anpassungen berücksichtigt. Preisänderungen bei Leistungen in der Betriebsphase werden durch Indexierung des entsprechenden Teils des Leistungsentgeltes aufgefangen.

Ein PPP-FM-Leasingmodell unterliegt i.d.R. dem Mietrecht. Die Ausübung der Kaufoption fällt in den Regelungsbereich des Kaufvertragsrechts.<sup>731</sup>

- Die Komplexität und die Erfordernis von Spezial-Know-how sind beim PPP-FM-Leasingmodell von der Ausgestaltung der Endschaftsregelung abhängig. Diese sind gering, wenn der öffentliche Auftraggeber eine Kaufoption eingeräumt bekommt und diese auch wahrnimmt. Bleibt der private Auftragnehmer für die Verwertung verantwortlich, ist das Vertragsmodell komplexer und erfordert mehr Know-how, z.B. zur Umnutzung oder Anschlussvermietung. Da jedoch der private Auftragnehmer bei Vertragsschluss nicht weiß, ob der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption wahrnimmt, wird der **erforderliche Gestaltungsrahmen** dieses Modells insgesamt als mittel eingeschätzt.

#### 4.1.4 PPP-Vermietungsmodell

Das PPP-Vermietungsmodell findet in Deutschland bisher in ausgewählten Bundesländern Anwendung.<sup>732</sup> Beim PPP-Vermietungsmodell<sup>733</sup> überlässt der private Auftragnehmer dem öffentlichen Auftraggeber den Projektgegenstand, der im wirtschaftlichen und dinglichen **Eigentum** des privaten Auftragnehmers<sup>734</sup> steht, zur Nutzung. Am Ende der Vertragslaufzeit besteht keine Verpflichtung zur Übertragung des Eigentums.<sup>735</sup> Es kann jedoch eine Mietverlängerungsoption oder eine Kaufoption eingeräumt werden. Dabei bemisst sich der Kaufpreis des Vertragsgegenstandes im Gegensatz zum PPP-FM-Leasingmodell nicht am vorab kalkulierten Restwert, sondern am zu ermittelnden Verkehrswert zum Zeitpunkt des Vertragsablaufs.

---

<sup>730</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 712.

<sup>731</sup> Für Details siehe z.B. bei: Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 124ff.

<sup>732</sup> So werden bspw. die Projekte des Landes Hessen im Rahmen von PPP-Vermietungsmodellen abgewickelt. Insgesamt sind 12 von 104 vergebenen Projekten PPP-Vermietungsmodelle. Eigene Erhebung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>733</sup> In Anlehnung an die in der englischsprachigen Literatur verwendeten Begriffe kann das PPP-Vermietungsmodell als DBROT-Modell (D-Design, B-Build, R-Rent, O-Operate, T-Transfer) eingestuft werden. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 79.

<sup>734</sup> Vgl. PwC, ÖPP in der Krankenhausfinanzierung, 2007, S. 23.

<sup>735</sup> Das PPP-Vermietungsmodell kann auch auf der Grundlage eines Erbbaurechtes strukturiert werden, wobei wie beim PPP-FM-Leasingmodell die Laufzeit des Erbbaurechtes nicht auf die Vertragslaufzeit begrenzt wird. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 129; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 79. Im PPP-Mustervertrag für Schulprojekte, der als PPP-Vermietungsmodell mit Erbbaurecht ausgestaltet wurde, ist jedoch aufgrund der Regelungen zur Grund- und Grunderwerbssteuer die Laufzeit des Erbbaurechtes an die des Vertrages angepasst. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Mietmodell mit Erbbaurecht, 2007, S. 18ff.

Der private Auftragnehmer übernimmt auch beim PPP-Vermietungsmodell die **Leistungen** des Lebenszyklus, also Planung, Bau (Errichtung und / oder Sanierung), Finanzierung und Betrieb (Facility Management) sowie ggf. Verwertung der Gebäude. Auch hier ist jedoch die Überlassung eines definierten Projektgegenstandes und dessen Betrieb die vertraglich vereinbarte Leistungspflicht des privaten Auftragnehmers. Die Vertragslaufzeit ist wie bei den anderen Vertragsmodellen abhängig vom Umfang der Leistung, beträgt jedoch i.d.R. zwischen 20 und 30 Jahren.

Der öffentliche Auftraggeber zahlt für die Überlassung monatlich oder jährlich ein fixes Leistungsentgelt zur **Vergütung**. Theoretisch sollte sich dieses - im Gegensatz zu den oben beschriebenen Modellen - nicht an der Investition, sondern an der marktüblichen Miete<sup>736</sup> und der Vergütung für erbrachte Betreiberleistungen sowie evtl. Betriebskosten bemessen. In der Praxis wird jedoch die Miete i.d.R. auf der Basis der Investitionskosten berechnet und über die Vertragslaufzeit festgeschrieben.<sup>737</sup> Bei Ausübung der Kaufoption durch den öffentlichen Auftraggeber am Ende der Vertragslaufzeit wird der Verkehrswert der Immobilie bezahlt. Nimmt der öffentliche Auftraggeber die Kaufoption nicht wahr, ist der private Auftragnehmer für die Neuvermietung, Umnutzung oder Verkauf verantwortlich und kann damit zusätzliche Einnahmen erzielen.

Beim PPP-Vermietungsmodell liegen die wesentlichen **Risiken** aus der Planungs-, Bau- und Betriebsphase sowie die Finanzierungsrisiken beim privaten Auftragnehmer. Dieser trägt auch die Gefahr der von keiner Vertragspartei zu vertretenden Zerstörung bzw. Nichtnutzbarkeit des Projektes (Sach- und Preisgefahr).<sup>738</sup> Für den Fall, dass der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption oder seine Option zu Vertragsverlängerung am Ende der Vertragslaufzeit nicht ausübt, liegt das Verwertungsrisiko beim privaten Auftragnehmer. Dies ist beim PPP-Vermietungsmodell entscheidend, da der private Auftragnehmer zur Deckung seiner Gesamtinvestitionskosten einen neuen Mieter finden oder die Immobilie zu marktüblichen Preisen verkaufen muss.

Beim PPP-Vermietungsmodell profitiert der private Auftragnehmer unabhängig von der Endschafftsregelung vom **Wertentwicklungspotential** der Immobilie, da bei ihm das wirtschaftliche Eigentum liegt. Nimmt der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht wahr, dann trägt der private Auftragnehmer die Chancen und Risiken der Wertveränderung der Immobilie nach Beendigung des PPP-Vertrages. Auch wenn der öffentliche Auftraggeber die Kaufoption wahrnimmt, hat der private Auftragnehmer die Chance, Wertsteigerungen durch zusätzliche Veräußerungserlöse zu heben, da das Objekt zum Verkehrswert veräußert wird.<sup>739</sup> Die Größe des Wertsteigerungspotentials hängt von der Nutzung bzw. der Drittverwendungsfähigkeit der Immobilie und der Lage ab, da Immobilien in nicht duplizierbaren Lagen ein höheres Wertsteigerungspotential aufweisen als Immobilien in duplizierbaren Lagen.<sup>740</sup>

<sup>736</sup> Diese entspricht dem Marktpreis für eine nach Art, Qualität, Ausstattung, Lage und Größe vergleichbare Immobilie. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 128

<sup>737</sup> Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Mietmodell mit Erbbaurecht, 2007, S. 31f.

<sup>738</sup> Diese Risikoverteilung folgt den Grundsätzen des Mietvertragsrechtes. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 126.

<sup>739</sup> Vgl. Christen / Utech, Steuerliche Effekte, 2001, S. 90; Nottrodt, PPP und geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 64.

<sup>740</sup> Die Mietsteigerungen in nicht duplizierbaren Lagen führen zu steigenden Immobilienwerten. Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 712.

Wertsteigerungen können jedoch nicht während der Vertragslaufzeit realisiert werden, da das Leistungsentgelt fixiert ist.<sup>741</sup> Die nominale Wertveränderung durch Inflation wird beim PPP-Vermietungsmodell bei der Kalkulation des fixen Bestandteils des Leistungsentgeltes durch den Investor oder durch eine jährliche Anpassung berücksichtigt. Preisänderungen bei Leistungen in der Betriebsphase werden durch Indexierung einbezogen.<sup>742</sup>

Aus rechtlicher Sicht findet beim PPP-Vermietungsmodell ausschließlich Mietvertragsrecht Anwendung. Für den Bestandteil des Leistungsentgeltes für Betreiberleistungen gilt das Werk- oder das Dienstvertragsrecht.<sup>743</sup>

- Aus Sicht des Investors erfordert das PPP-Vermietungsmodell ebenso wie das PPP-FM-Leasingmodell in Abhängigkeit von der Endschaffungsregelung einen geringen oder mittleren Grad an Spezial-Know-how und ist durch geringe oder mittlere Komplexität charakterisiert. Nimmt der öffentliche Auftraggeber die Kaufoption wahr, sind diese Eigenschaften als gering einzustufen. Liegt die Verwertung beim privaten Partner, ist das Vertragsmodell komplexer und es ist zusätzliches Know-how erforderlich, um z.B. Umnutzungen oder Anschlussvermietungen vorzunehmen. Da auch bei diesem Modell der Kauf durch den öffentlichen Auftraggeber nur eine Option darstellt und der private Auftragnehmer nicht weiß, ob diese gezogen wird, ist für die Durchführung insgesamt ein **mittlerer Gestaltungsrahmen** erforderlich.

#### 4.1.5 PPP-Konzessionsmodell

Das Konzessionsmodell wird in Deutschland nicht nur im öffentlichen Hochbau, sondern auch in anderen Sektoren, in denen öffentliche Infrastruktur über Nutzerentgelte finanziert<sup>744</sup> wird, angewandt.<sup>745</sup>

Beim PPP-Konzessionsmodell verpflichtet sich der private Auftragnehmer (Konzessionär) gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber, eine bestimmte Leistung<sup>746</sup> auf eigenes wirtschaftliches Risiko unmittelbar an den Bürger zu erbringen, ohne vom öffentlichen Auftraggeber ein Leistungsentgelt zu erhalten. Hinsichtlich der **Eigentumsverhältnisse** kann das PPP-Konzessionsmodell mit allen oben beschriebenen Vertragsmodellen kombiniert werden. Das Eigentum des Projektgegenstandes kann vom privaten Auftragnehmer erworben werden oder nicht. Auch hinsichtlich des Eigentumsübergangs zum Vertragsablauf

---

<sup>741</sup> Wertsteigerungen könnten hier vom privaten Auftragnehmer lediglich dann gehoben werden, wenn sich das Leistungsentgelt tatsächlich an marktüblichen Mieten orientieren und dementsprechend auch angepasst würde. Dies ist jedoch in der Praxis derzeit nicht üblich.

<sup>742</sup> Für die Anpassung steigender Instandhaltungskosten wird z.B. der Baukostenindex angewandt. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Mietmodell mit Erbbaurecht, 2007.

<sup>743</sup> Weitere Ausführungen zur rechtlichen Behandlung der Vertragsmodelle finden sich bei Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 102ff.

<sup>744</sup> Bei diesen Projekten sind Dritte, d.h. nicht der öffentliche Auftraggeber selbst, Nutzer der Infrastruktur, so genannte nutzerfinanzierte PPP-Projekte.

<sup>745</sup> Insgesamt wurden bisher 14 von insgesamt 104 vergebenen PPP-Projekten im Hochbau über das PPP-Konzessionsmodell abgewickelt. Eigene Erhebung im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>746</sup> Hierbei kann es sich um eine Bauleistung (Baukonzession) oder eine Dienstleistung (Dienstleistungskonzession) handeln. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 144.

sind unterschiedliche Regelungen möglich.<sup>747</sup> Entsprechend der gewählten Ausgestaltung übernimmt entweder der öffentliche Auftraggeber oder der private Auftragnehmer das Verwertungsrisiko am Ende der Vertragslaufzeit.

Beim PPP-Konzessionsmodell übernimmt der private Auftragnehmer ebenfalls alle **Leistungen** des Lebenszyklus eines Gebäudes, d.h. die Planung, den Bau (Errichtung und / oder Sanierung), die Finanzierung und den Betrieb (Facility Management). Im Gegenzug zur Leistungspflicht des privaten Auftragnehmers erhält dieser vom öffentlichen Auftraggeber das Recht eingeräumt, seine Kosten über privatrechtliche Entgelte oder öffentlich-rechtliche Gebühren<sup>748</sup> von Nutzern zu refinanzieren (**Vergütung**).<sup>749</sup> Dazu zählen Investitionskosten, d.h. die Planungs-, die Bau- und die Finanzierungskosten, Betriebskosten sowie etwaige Risikozuschläge und der Gewinn des Auftragnehmers.

Es gibt grundsätzlich zwei Ausgestaltungsmöglichkeiten dieses Vertragsmodells; entweder steht der private Auftragnehmer in unmittelbarer vertraglicher Beziehung zu den Nutzern und erhebt von diesen Entgelt oder Gebühr, oder der öffentliche Auftraggeber erhebt die Gebühr selbst und leitet sie dann an den privaten Auftragnehmer weiter.<sup>750</sup> Zusätzlich können Zahlungen durch den öffentlichen Auftraggeber, wie z.B. eine Anschubfinanzierung oder Zuschüsse zum laufenden Betrieb,<sup>751</sup> vereinbart werden. In einigen Fällen werden dem privaten Auftragnehmer auch Vertragsverlängerungsoptionen eingeräumt.<sup>752</sup>

Der wesentliche Unterschied des PPP-Konzessionsmodells zu den anderen PPP-Vertragsmodellen liegt in der Verteilung der **Risiken** zwischen öffentlichem Auftraggeber und privatem Auftragnehmer, insbesondere des Markt- bzw. Auslastungsrisikos. Während bei den oben beschriebenen Vertragsmodellen der öffentliche Auftraggeber das Risiko der Auslastung trägt, übernimmt dies bei nutzerfinanzierten Modellen der private Auftragnehmer. Er trägt also das Risiko, dass während der Vertragslaufzeit die Nutzerauslastung und damit die Nutzerentgelte zur Refinanzierung der Gesamtinvestitionskosten ausreichen.<sup>753</sup> Die Risiken der Planungs-, der Bau- und der Betriebsphase trägt im Wesentlichen auch der private Auftragnehmer. Welcher der beiden Vertragspartner die Sach- und Preisgefahr sowie das Verwertungsrisiko trägt, ist von der konkreten Ausgestaltung der Eigentumsverhältnisse abhängig.

<sup>747</sup> Zu nennen sind hier z.B.: automatischer Eigentumsübergang auf den Auftraggeber ohne Schlusszahlung, Entschädigung zu einem fest vereinbarten Preis oder zum Verkehrswert und Verlängerungsoptionen. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 144; Weber / Alfén / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 80.

<sup>748</sup> Öffentlich-rechtliche Gebühren sind öffentliche Abgaben, also öffentlich-rechtliche Geldleistungen, die aus Anlass individuell zurechenbarer öffentlicher Leistungen dem Gebührenschuldner auferlegt werden und dazu bestimmt sind, in Anknüpfung an diese Leistungen deren Kosten ganz oder teilweise zu decken. Sie sind auf Grund eines Gesetzes, z.B. der Mautgebührenverordnung, festzulegen. Vgl. Müller-Wrede, Änderung des FStrPrivFinG, 2006, S. 144ff.

<sup>749</sup> Man spricht auch von Drittfinanzierung. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 144.

<sup>750</sup> Für letztere Ausgestaltungsform findet man auch den Begriff Betreibermodell. Vgl. Kirchhoff / Henning, Organisationsformen, 2001, S. 323.

<sup>751</sup> Hier kann z.B. bei Sport- und Freizeitimobilien für die Nutzung durch die öffentliche Hand (z.B. Schulsport) anteilig ein fixes Leistungsentgelt gezahlt werden.

<sup>752</sup> Möglich ist auch die Vereinbarung einer Abschlusszahlung (Nutzungsausfallgarantie). Dabei darf jedoch nicht das Ausfallrisiko auf den öffentlichen Auftraggeber abgewälzt werden. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 144f.

<sup>753</sup> Auch als Refinanzierungs- bzw. Nutzerrisiko bezeichnet. Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 144; Weber / Alfén / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 81.

Da der private Auftragnehmer beim PPP-Konzessionsmodell Marktrisiken übernimmt, kann er auch von den **Wertsteigerungspotentialen** des Projektes profitieren. So besteht schon während der Vertragslaufzeit die Chance, zusätzliche Gewinne durch steigende Einnahmen, z.B. durch reale Wertsteigerungen der Immobilie, zu erzielen.<sup>754</sup> Daher sind die Lage der PPP-Immobilie sowie die Nutzung bzw. das konkrete Nutzungskonzept und die damit im Zusammenhang stehende Nachfrage ausschlaggebend für den Erfolg von PPP-Konzessionsmodellen.<sup>755</sup> Wer von der Wertentwicklung nach Vertragsende profitiert, ist von der Ausgestaltung der Endschaftsregelung abhängig.<sup>756</sup> Die nominalen Wertsteigerungen durch Inflation werden bei der Anpassung von Gebühr oder Entgelt berücksichtigt.

PPP-Konzessionsmodelle sind i.d.R. dem Zivilrecht zuzuordnen.<sup>757</sup>

→ Aus Sicht eines Investors ist die Komplexität des PPP-Konzessionsmodells vergleichsweise hoch. Da auch das betriebswirtschaftliche Nutzungskonzept in der Verantwortung des privaten Partners liegt, muss dieser über einen hohen Grad an Spezial-Know-how verfügen. Der **erforderliche Gestaltungsrahmen** wird daher ebenfalls als groß bewertet.

#### 4.1.6 Zusammenfassung

Die folgende Übersicht fasst noch einmal die Eigenschaften der fünf wesentlichen PPP-Vertragsmodelle sowie deren Bewertung aus Sicht eines Investors zusammen.<sup>758</sup>

**Tabelle 3: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Vertragsmodelle<sup>759</sup>**

<div>Vertragsmodell</div> <div>Eigenschaften</div>	PPP-Inhabermodell	PPP-Erwerbermodell	PPP-FM-Leasingmodell		PPP-Vermietungsmodell		PPP-Konzessionsmodell
			Kaufoption genutzt	Kaufoption nicht genutzt	Kaufoption genutzt	Kaufoption nicht genutzt	
Leistungsumfang							
Aufgaben des privaten AN	Planung, Bau (Neubau / Sanierung), Finanzierung und Betrieb						
Verwertung	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG	Öff. AG	Privater AN	Öff. AG	Privater AN	Privater AN oder Öff. AG

<sup>754</sup> Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 439.

<sup>755</sup> Es ist jedoch auch beim PPP-Konzessionsmodell fraglich, ob aufgrund des öffentlich-rechtlichen Kostendeckungsprinzips ein Residualgewinn vom privaten Auftragnehmer vereinnahmt werden kann. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 449. Der öffentliche Auftraggeber hat ein Interesse daran, die Einnahmen des Projektes und die Gewinne des privaten Partners zu kontrollieren. Vgl. Abdel-Aziz / Russel, government requirements in ppps, 2001, S. 896.

<sup>756</sup> Siehe dazu die Ausführungen bei den anderen PPP-Vertragsmodellen.

<sup>757</sup> Eine Einordnung als öffentlich-rechtlicher Vertrag ist nicht gegeben, da es sich nicht um die unmittelbare Erfüllung einer öffentlichen Aufgabe durch den privaten Partner handelt. Für weitere Ausführungen dazu siehe: Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 145f.

<sup>758</sup> Das PPP-Gesellschaftsmodell kann wie jedes dieser Vertragsmodelle ausgestaltet werden. Das PPP-Contractingmodell ist i.d.R. eine Form des PPP-Inhabermodells, bei dem sich das Leistungsspektrum des privaten Partners auf die Optimierung der technischen Anlagen beschränkt.

<sup>759</sup> Eigene Zusammenstellung in Anlehnung an: Alfén / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 61ff; Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 152ff; Weber / Alfén / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 65ff.

<b>Eigentumsverhältnisse</b>							
wirtsch. und dingl. Eigentum am Grundstück	Öffentlicher AG	Privater AN (Öffentlicher AG)	Privater AN (Öffentlicher AG)		Privater AN (Öffentlicher AG)		Privater AN oder Öffentlicher AG
wirtsch. Eigentum am Projekt während der Vertragslaufzeit	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG	Privater AN		Privater AN		Privater AN oder Öffentlicher AG
dingl. Eigentum am Projektgegenstand während der Vertragslaufzeit	Öffentlicher AG	Privater AN	Privater AN		Privater AN		Privater AN oder Öffentlicher AG
wirtsch. + dingl. Eigentum am Projektgegenstand nach Vertragsende	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG	Öff. AG	Privater AN	Öff. AG	Privater AN	Privater AN oder Öffentlicher AG
<b>Risikoverteilung</b>							
Planungs-, Bau, Finanzierungs- und Betriebsrisiken	Privater AN	Privater AN	Privater AN		Privater AN		Privater AN
Verfügbarkeitsrisiko	Privater AN	Privater AN	Privater AN		Privater AN		Privater AN
Sach- und Preisgefahr während Vertragslaufzeit	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG	Privater AN		Privater AN		Privater AN oder Öffentlicher AG
Auslastungsrisiko während der Vertragslaufzeit	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG		Öffentlicher AG		Privater AN
Verwertungsrisiko	Öffentlicher AG	Öffentlicher AG	Öff. AG	Privater AN	Öff. AG	Privater AN	Privater AN oder Öffentlicher AG
<b>Vergütung</b>							
Leistungsentgelt während der Vertragslaufzeit	Fixes Leistungsentgelt	Fixes Leistungsentgelt	Fixes Leistungsentgelt		Fixes Leistungsentgelt		Nutzerentgelt, ggf. Anschubfinanzierung
für Investitionskosten (Planungs-, Bau- und Finanzierungskosten) + Risiko + Gewinn	Vollamortisation der Investition	Vollamortisation der Investition	Teilamortisation der Investition		Theorie: marktübliche Miete, Praxis: Mietzins aus Kalkulation		Gebühr / Entgelt, ggf. Anschubfinanzierung
für Betreiberleistung (Betriebskosten + Risiko + Gewinn)	Betreibervergütung	Betreibervergütung	Betreibervergütung		Betreibervergütung		Gebühr / Entgelt
Zusätzliches Entgelt für Kauf durch öffentlichen Auftraggeber	keine Kaufoption	keine Kaufoption	bei Vertragsabschluss kalkulierter Restwert	keine Kaufoption	Verkehrswert bei Vertragsende	keine Kaufoption	je nach Vertragsgestaltung
<b>PPP-Vertragsmodelle aus Sicht des Investors</b>							
Wertsteigerungspotential für Privaten AN während der Vertragslaufzeit	Nein, fixes Leistungsentgelt	Nein, fixes Leistungsentgelt	Nein, fixes Leistungsentgelt		Nein, fixes Leistungsentgelt		Ja, da keine fixe Vergütung, sondern marktabhängig
Wertsteigerungspotential für Privaten AN nach Vertragsende	Nein, kein Verkauf	Nein, kein Verkauf	Nein, fester Wert bei Verkauf an AG	Ja, durch Verkauf am Markt	Ja, durch Verkauf an AG	Ja, durch Verkauf am Markt	Je nach Vertragsgestaltung

Bewertung aus Sicht des Investors							
Komplexität des Vertragsmodells	Gering	Gering	Gering	Mittel	Gering	Mittel	Hoch
Erfordernis von Spezial-Know-how	Gering	Gering	Gering	Mittel	Gering	Mittel	Hoch
<b>Erforderlicher Gestaltungsrahmen</b>	<b>Gering</b>	<b>Gering</b>	<b>Mittel</b>		<b>Mittel</b>		<b>Hoch</b>

## 4.2 PPP-Wertschöpfungsphasen

Die einzelnen Phasen des Lebenszyklus eines PPP-Projektes und damit seines Wertschöpfungsprozesses sind durch bestimmte, vom privaten Auftragnehmer zu erbringende **Leistungen** sowie spezifische **Risiken** charakterisiert.<sup>760</sup> Diese werden im Folgenden genauer erläutert. Dabei wird hier der engere, aus den Ingenieurwissenschaften stammende Risikobegriff zugrunde gelegt, bei dem objektive oder subjektive Indikatoren hinsichtlich der Eintrittswahrscheinlichkeiten vorliegen und sich der Schadenswert als Produkt aus drohendem Verlust und Eintrittswahrscheinlichkeit ergibt.<sup>761</sup>

Aus der qualitativen Analyse der einzelnen Wertschöpfungsphasen werden die Komplexität der zu erbringenden Leistungen, das für die Erbringung benötigte Spezial-Know-how sowie der **erforderliche Gestaltungsrahmen** für die jeweilige Phase abgeleitet. Auf dieser Basis werden die einzelnen PPP-Wertschöpfungsphasen klassifiziert und in eine ordinale Reihung gebracht.<sup>762</sup>

### 4.2.1 Angebotsphase

Der PPP-Wertschöpfungsprozess beginnt aus Sicht des privaten Auftragnehmers mit der Angebotsphase,<sup>763</sup> an deren Ende die Projekte vergeben werden.<sup>764</sup> PPP-Projekte sind öffentliche Aufträge und unterliegen damit dem Vergaberecht. Da die Projektvolumina i.d.R. über dem gesetzlichen Schwellenwert<sup>765</sup> liegen, müssen sie europaweit ausgeschrieben

<sup>760</sup> Vgl. Lam / Chow, Financial risks in BOT, 1999, S. 85f. Zu Risiken bei PPP-Projekten siehe z.B.: Elbing, Risikomanagement für PPP, 2006. Neben den projekt- oder phasenspezifischen Risiken können auch globale oder allgemeine Risiken identifiziert werden. Vgl. Elbing / Devapriya, Risk management, 2004, S. 123; Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 102. Andere Veröffentlichungen kategorisieren nach Makro-, Meso- und Mikroebene. Vgl. Bing / Akintoye / Edwards, Allocation of risk, 2005, S. 25ff.

<sup>761</sup> Vgl. Schmitz / Wehrheim, Risikomanagement, 2006, S. 15; Gondring, Risiko Immobilie, 2007, S. 6.

<sup>762</sup> Siehe dazu die Ausführungen in der Einleitung zu Kapitel 4.

<sup>763</sup> Theoretisch kann ein Unternehmen auch mit einer Projektidee an den öffentlichen Auftraggeber herantreten. Dabei ist jedoch die Projektantenproblematik zu beachten. Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 23; Hausmann / Mutschler-Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 285ff.

<sup>764</sup> Zum Ablauf des PPP-Vergabeverfahrens siehe z.B. bei: Hausmann / Mutschler-Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 261ff; Leinemann / Kirch, ÖPP Praxisleitfaden, 2006; BMVBS, Vergaberechtsleitfaden, 2007.

<sup>765</sup> Die Schwellenwerte liegen derzeit bei 5.278.000 Euro für Bauaufträge und 211.000 Euro für Dienstleistungsaufträge. Vgl. BMVBS, Vergaberechtsleitfaden, 2007, S. 18.



werden. Als Vergabeverfahren kommen das Offene Verfahren, das Nichtoffene Verfahren, das Verhandlungsverfahren und der Wettbewerbliche Dialog<sup>766</sup> in Frage.<sup>767</sup> Das in der Praxis am häufigsten angewandte Vergabeverfahren ist derzeit noch das Verhandlungsverfahren.<sup>768</sup>

Das Angebot wird i.d.R. von einem Bewerberkonsortium erarbeitet, das sich entsprechend der erforderlichen Leistungen zusammensetzt. Daher spielt die Suche nach geeigneten Partnern in dieser ersten Phase eine entscheidende Rolle. Dabei sind die Leistungsfähigkeit, die Referenzen und die Kompetenzen der Partner sowie die räumliche Nähe zum Projekt ausschlaggebend. Zumeist setzt sich ein Konsortium aus Planern, Bauunternehmen, Betreiberunternehmen sowie Eigenkapital- und Fremdkapitalgebern zusammen, die eine Mehrparteienvereinbarung zur Festlegung der jeweiligen Aufgaben abschließen.<sup>769</sup>

Das Vergabeverfahren beginnt mit einem europaweiten **Teilnahmewettbewerb**.<sup>770</sup> Für den Teilnahmewettbewerb müssen vom Bewerberkonsortium formale Nachweise, wie z.B. ein Handelsregisterauszug, und Unterlagen zur Kompetenz, wie z.B. Nachweis eines Qualitätsmanagements, sowie Referenzen zusammengestellt werden.<sup>771</sup> Auf dieser Basis werden i.d.R. vier bis fünf Bewerberkonsortien ausgewählt und zur Abgabe eines Angebotes als Bieterkonsortium aufgefordert.<sup>772</sup>

Die **Angebotserarbeitung** erfordert einen erheblichen Arbeitsaufwand und Know-how der einzelnen Beteiligten. Auf Basis einer outputorientierten Leistungsbeschreibung<sup>773</sup> erfolgen die Erstellung der **Planung** und die **Kalkulation** der Bau- und Betriebskosten. Wesentliche Aufgaben in dieser Phase sind auch die Prüfung der **Finanzierbarkeit** des Projektes, die Erarbeitung des Finanzmodells und des Finanzierungskonzeptes sowie die Analyse und Verteilung der Risiken zwischen den Projektpartnern. Dabei müssen auch steuerliche und rechtliche Fragen geklärt werden. Aufbauend auf diesen Analysen wird die Finanzierung hinsichtlich der erforderlichen Sicherheiten und der Höhe des einzubringenden Eigenkapitals strukturiert.<sup>774</sup> Des Weiteren wird festgelegt, welche Investoren sich in welcher Form am Eigenkapital der Projektgesellschaft beteiligen. In dieser Phase werden die wesentlichen Voraussetzungen für die operative Wertschöpfung gelegt.

<sup>766</sup> Der Wettbewerbliche Dialog wurde mit dem ÖPP-Beschleunigungsgesetz 2005 als eigenständiges Verfahren in das deutsche Recht übernommen. Vgl. Art. 2 Nr. 3 ÖPP-BeschlG, 2005.

<sup>767</sup> Vgl. Hausmann / Mutschler-/ Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 257.

<sup>768</sup> Aufgrund der umstrittenen Zulässigkeit des als Ausnahmeverfahren vom Europäischen Gerichtshof deklarierten Verhandlungsverfahrens findet mehr und mehr der Wettbewerbliche Dialog Anwendung. Vgl. Hausmann / Mutschler-Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 259.

<sup>769</sup> Vgl. Grothaus, Projektgesellschaft, 2005, S. 251; Hofmann, PPP aus Bietersicht, 2005, S. 22f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 90ff.

<sup>770</sup> Bei sehr großen Projekten werden auch Interessenbekundungsverfahren zur Markterkundung vor Beginn des Vergabeverfahrens durchgeführt. Vgl. Hausmann / Mutschler-Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 271.

<sup>771</sup> Vgl. Hofmann, PPP aus Bietersicht, 2005, S. 26f.

<sup>772</sup> Vgl. Hausmann / Mutschler-Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 289.

<sup>773</sup> Mit der outputorientierten Leistungsbeschreibung werden lediglich die Anforderungen und das Ziel des öffentlichen Auftraggebers vorgegeben, nicht jedoch die Art der Umsetzung. Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 24; Riemenschneider / Nitzsche, Ergebnisorientierte Ausschreibung, 2006, S. 345ff.

<sup>774</sup> Vgl. Hofmann, PPP aus Bietersicht, 2005, S. 28f; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 126.

Die von den Konsortien erarbeiteten Angebote werden dem öffentlichen Auftraggeber in mehreren Verhandlungsrunden präsentiert. Am Ende des Verfahrens werden i.d.R. zwei Bieter zur Abgabe eines letzten verbindlichen Angebotes aufgefordert. Auf das wirtschaftlichste Angebot erfolgt dann im Idealfall der Zuschlag.<sup>775</sup>

Das Hauptrisiko in der Angebotsphase ist aus Sicht des privaten Auftragnehmers das **Akquisitionsrisiko**.<sup>776</sup> Die Teilnahme an einem Vergabeverfahren bindet bei den Bewerbern personelle und finanzielle Kapazitäten. Da die Verfahren gerade in einem jungen PPP-Markt wie Deutschland noch nicht vollständig standardisiert sind, fallen auf Seiten des privaten Anbieters erhebliche Transaktionskosten an. Dazu zählen Kosten für die Erstellung des Angebotes und Verhandlungskosten, die sich vor allem aus Personalkosten und evtl. Kosten für Finanzierungszusagen zusammensetzen.<sup>777</sup> Diese können in Abhängigkeit der Komplexität des Projektes und der Strukturierung des Verfahrens leicht mehrere Tausend Euro oder mehr betragen.<sup>778</sup>

Die Kosten für die Angebotserstellung steigen mit Fortschreiten des Vergabeverfahrens kontinuierlich an. Scheitert ein Bieter erst nach der Abgabe des letzten verbindlichen Angebotes, sind die versunkenen Kosten wesentlich höher als bei einem frühzeitigen Ausscheiden im Teilnahmewettbewerb. Daher steigt auch das potentielle Schadensausmaß über die Angebotsphase kontinuierlich an. Das Risiko des Ausscheidens ist u.a. abhängig von der Zahl der vom öffentlichen Auftraggeber aufgeforderten Bieter.<sup>779</sup>

Für den privaten Bieter besteht jedoch in der Angebotsphase nicht nur das Risiko des Ausscheidens aufgrund des vorhandenen Wettbewerbs. Es besteht auch das Risiko, dass die öffentliche Hand aus verschiedenen Gründen<sup>780</sup> das Projekt abbricht. Ist der Abbruch des Projektes auf Verfahrensfehler zurückzuführen, ist der öffentliche Auftraggeber ggf. schadensersatzpflichtig und muss dem Privaten entstandene Kosten erstatten.<sup>781</sup> Zum Teil werden jedoch auch ohne das Vorhandensein von Verfahrensfehlern Angebotskosten mit einer zumeist symbolischen Summe vergütet.<sup>782</sup>

---

<sup>775</sup> Zu den verschiedenen Strategien (linear oder parallel) im Vergabeverfahren siehe: Hausmann / Mutschler-Siebert, Vergaberecht, 2006, S. 262f.

<sup>776</sup> Vgl. Alfen / Fischer, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 41.

<sup>777</sup> Vgl. Väililä, Economics of PPPs, 2005, S. 109ff. Transaktionskosten für die Anbahnung und Umsetzung eines PPP-Vertrages fallen auch auf Seiten der öffentlichen Auftraggeber an. Vgl. Alfen / Daube, Wirtschaftlichkeitsvergleich, 2006, S. 209.

<sup>778</sup> Vgl. Hofmann, PPP aus Bietersicht, 2005, S. 22. Hier wird ein Betrag von 400.000 Euro genannt. In Großbritannien lagen die Angebotskosten in frühen PFI-Projekten bei 3% der Projektkosten im Vergleich zu 1% bei konventionellen Projekten. Um diese hohen Kosten zu verringern, wurden Standards erarbeitet. Vgl. Allen, Private Finance Initiative, 2001, S. 33. Eine Studie der EIB ermittelt Transaktionskosten aller Beteiligten in der PPP-Angebotsphase von 10% des Kapitalwertes eines Projektes. Vgl. Dudkin / Väililä, Transaction Costs in PPPs, 2005, S. 25. Transaktionskosten sind von der Größe des Projektes abhängig. Vgl. Klein / So / Shin, Transaction Costs, 1996.

<sup>779</sup> Vgl. Fox / Tott, The PFI Handbook, 1999, S. 78. Dabei steigt das Risiko bei einer sehr großen Anzahl Bieter, da die Wahrscheinlichkeit der Zuschlagserteilung sinkt. Zu wenige Bieter verringern jedoch aus Sicht der öffentlichen Auftraggeber den Wettbewerb.

<sup>780</sup> Gründe können veränderte Rahmenbedingungen, mangelnde politische Unterstützung oder die fehlende Akzeptanz des Projektes in der Öffentlichkeit oder der Verwaltung sein. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 104.

<sup>781</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 596.

<sup>782</sup> In Großbritannien werden den Bietern die Kosten - bei Verschulden des Abbruchs des Projektes durch den öffentlichen Auftraggeber - erstattet. Vgl. Fox / Tott, The PFI Handbook, 1999, S. 94.

Mit der Prüfung der Finanzierbarkeit und der Erstellung des Finanzierungskonzeptes sind **Finanzierungsrisiken**, wie z.B. das Zinsänderungsrisiko, verbunden. So kann sich bis zur Unterzeichnung des PPP-Vertrages und dem Financial Close das Zinsniveau ändern. Dieses Risiko sollte jedoch vor Erteilung des Zuschlages von der öffentlichen Hand getragen und abgesichert werden, ansonsten fallen bei jedem Bieterkonsortium zusätzliche Kosten für die Zinssicherung an.<sup>783</sup>

Für den öffentlichen Auftraggeber besteht in der Angebotsphase das Risiko, dass der bevorzugte Bieter bei Unterzeichnung des Vertrages die angebotene Finanzierung nicht oder nur zu anderen Konditionen erbringen kann.<sup>784</sup> Um dieses Risiko zu minimieren, fordert der öffentliche Auftraggeber mit Fortschreiten des Vergabeverfahrens Finanzierungszusagen mit zunehmender Verbindlichkeit. Da zu früh geforderte verbindliche Finanzierungszusagen zu hohen Kosten auf Seiten der privaten Bieter führen würden, die diese in ihrem Angebotspreis berücksichtigen müssten,<sup>785</sup> wird zunächst eine Finanzierungsabsichtserklärung einer Bank gefordert. Eine Finanzierungsbereitschaftserklärung muss erst mit dem letzten verbindlichen Angebot abgegeben werden. Hier ist auch die Verpflichtung zur Erreichung des Financial Close innerhalb eines angemessen langen Zeitraums nach Zuschlag durch den Bieter zu erklären.<sup>786</sup>

Des Weiteren wird in dieser Phase auch der Gesellschaftervertrag vorbereitet, in dem u.a. die Gesellschafter mit ihrer Stammeinlage, die Geschäftsführer, die Rechte und Pflichten der Gesellschafterversammlung und des Beirates sowie die Verwendung des Gewinns geregelt wird. Darüber hinaus werden zusätzliche Gesellschaftervereinbarungen und die Einbringung von Eigenkapital über Gesellschafterdarlehen festgelegt.<sup>787</sup> Dabei sollte ein Investor darauf achten, dass ihm zur Minimierung von Prinzipal-Agent-Problemen entsprechende Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechte eingeräumt werden.<sup>788</sup>

Ein potentieller Investor muss bei einer Beteiligung an einem Vergabeverfahren für ein PPP-Projekt bereit sein, die damit in Zusammenhang stehenden Kosten und Risiken zu tragen. Investoren können sich je nach strategischer Ausrichtung vor allem bei der Erstellung und Optimierung des Finanzierungskonzeptes in der Angebotsphase einbringen. Sie prüfen ein Projekt vor einer Investitionsentscheidung und analysieren dabei die Risikoverteilung sowie

<sup>783</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 593. Große Städte übernehmen die Absicherung der Zinssätze über Zinssicherungsinstrumente selbst. Für kleine Kommunen ist dies häufig nicht realisierbar. Vgl. PPP Task Force, Workshop Finanzierung, 2006.

<sup>784</sup> Vgl. Merna / Khu, Financial Instruments, 2003. Ein Beispiel ist ein Projekt in Nordrhein-Westfalen, bei dem ein bevorzugter Bieter die Finanzierung nicht bereitstellen konnte und daraufhin erneute Verhandlungen mit dem zweiten Bieter aufgenommen werden mussten.

<sup>785</sup> Eine Umfrage der Autorin zur Bewertung des erforderlichen Verbesserungsbedarfs des PPP-Vergabeprozesses zur Vorbereitung eines Workshops für die PPP Task Force ergab für „Maßlosigkeit der Anforderungen, z.B. Finanzierungszusagen“ eine Bewertung von 5,23 auf einer Scala von 1 (kein Verbesserungsbedarf) bis 6 (sehr hoher Verbesserungsbedarf). Dabei flossen Antworten von 26 Bauunternehmen, fünf FM-Unternehmen, fünf Banken, der Architektenkammer und vier Beratern ein. Vgl. PPP Task Force, Workshop Vergabeprozess, 2005.

<sup>786</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 593; PPP Task Force, Workshop zum Vergabeprozess, 2005.

<sup>787</sup> Vgl. Grothaus, Projektgesellschaft, 2005, S. 235f; Weihrauch, Vertragsgestaltung, 2005, S. 151; Schöne, Rechtsfragen – Vertragsrecht, 2006, S. 101f. Bestandteil der Gesellschaftervereinbarung bei PPP-Projektgesellschaften ist auch eine Sponsor-Verpflichtungserklärung. Vgl. Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 456ff.

<sup>788</sup> Möglichkeiten zur Vermeidung von Prinzipal-Agent-Problemen werden in Kapitel 2.1.4.2 erörtert.

die technische und wirtschaftliche Machbarkeit. Dazu zählen insbesondere die zu erwartenden Einnahmen, das Betriebskonzept, die Bonität und die Erfahrung der Gesellschafter sowie rechtliche und steuerliche Aspekte.<sup>789</sup> Sie übernehmen somit eine Art Kontrollfunktion.<sup>790</sup>

→ Aufgrund der umfassenden Leistungen, der hohen Risiken und der hohen Komplexität der PPP-Angebotsphase ist ein hoher Grad an spezifischem Know-how zur Angebotserstellung notwendig. Der **erforderliche Gestaltungsrahmen** ist in der Angebotsphase daher groß. Er ist jedoch im Einzelnen davon abhängig, welche Rolle der Investor im Bieterkonsortium einnimmt.<sup>791</sup>

#### 4.2.2 Planungs- und Bauphase

Nach Unterzeichnung aller für ein PPP-Projekt notwendigen Verträge, d.h. auch der Finanzierungs- und Gesellschafterverträge, beginnt die Planungs- und Bauphase. Hier werden die bestehenden **Planungen** fertig gestellt, sämtliche für den **Neubau** oder die **Sanierung** der Gebäude notwendigen Vorbereitungsmaßnahmen vorgenommen und letztendlich die Baumaßnahmen ausgeführt.

In dieser Phase eines PPP-Projektes entstehen Planungs- und Baukosten, die der private Partner über eine **Zwischenfinanzierung** der Bank vorfinanziert, da er das Leistungsentgelt oder die Nutzerentgelte erst mit Baufertigstellung und Abnahme erhält.<sup>792</sup> Durch die kostenintensiven Vorleistungen des privaten Auftragnehmers steigt in der Planungs- und Bauphase der Risikograd eines Projektes erheblich an.<sup>793</sup> Risiken, die direkt mit der Planung und dem Bau des Projektes zusammenhängen, werden i.d.R. vom privaten Auftragnehmer übernommen.<sup>794</sup> Die Höhe der Risiken ist auch von der PPP-Immobilienart abhängig.

Zu den wesentlichen Risiken im Zusammenhang mit der Planungsleistung des privaten Auftragnehmers zählt das **Risiko**, dass **Genehmigungen**, z.B. Baugenehmigungen, gar nicht, mit Auflagen oder aber auch verspätet erteilt werden. Hierdurch kann es zur Nichteinhaltung der Bauzeit aufgrund eines verspäteten Baubeginns und damit verbundenen Kostenüberschreitungen kommen. Das Risiko wird i.d.R. von demjenigen Partner getragen,

---

<sup>789</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 121ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 94ff. Eine Darstellung der Möglichkeiten von Simulationen für Finanzierungsentscheidungen aus Sicht der Eigenkapitalgeber findet sich z.B. bei: Wibowo, CAPM-Based Valuation of Financial Government Supports, 2006, S. 239ff.

<sup>790</sup> Vgl. Braune, Finanzierung, 2006, S. 294; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 33.

<sup>791</sup> Auf die Handlungsoptionen eines Investors wird in Kapitel 4.4 eingegangen.

<sup>792</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 38; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 437.

<sup>793</sup> Laut eines Rankings von Risiken aus Sicht des privaten Auftragnehmers sind das Planungs-, das Baukostenüberschreitungs- und das Performancerisiko die wichtigsten Risiken von PFI-Projekten. Vgl. Akintoye / Taylor / Fitzgerald, Risk analysis and management, 1998, S. 12.

<sup>794</sup> Eine Ausnahme bilden Risiken, die durch die öffentliche Hand zu verantworten sind. Das Genehmigungsrisiko und das Risiko der höheren Gewalt werden zumeist geteilt. Vgl. Bing / Akintoye / Edwards, Allocation of risk, 2005, S. 34; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 116; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 595.

der die Nichterteilung der Genehmigung zu vertreten hat.<sup>795</sup> Das Risiko, dass aufgrund von Planungs- oder Managementfehlern des privaten Auftragnehmers die vereinbarte Leistung verspätet oder nur mit Änderungen und zusätzlichen Kosten erbracht werden kann, wird allein vom privaten Auftragnehmer getragen.<sup>796</sup>

Aus Sicht eines potentiellen Investors sind daher die Leistungsfähigkeit und die Erfahrung der Planer von besonderer Bedeutung, da bestimmte **Planungsrisiken** i.d.R. von der PPP-Projektgesellschaft an die Planer weitergegeben werden.

Zu den wesentlichen Risiken in der Bauphase, die vom öffentlichen Auftraggeber getragen werden sollten, zählen die **Baugrundrisiken**, sofern das Grundstück vom öffentlichen Auftraggeber in das Projekt eingebracht wird.<sup>797</sup> Diese umfassen das Risiko, dass der Baugrund Eigenschaften aufweist, die den Bauablauf verzögern, dass archäologische Funde gemacht werden oder Kontaminierungen zur Nichtbebaubarkeit, zu Verzögerungen oder zu höheren Aufwendungen führen.<sup>798</sup>

Alle weiteren Risiken in der Bauphase, wie das Risiko der **Bauzeit-** und der **Baukostenüberschreitung**<sup>799</sup> durch organisatorische oder technische Fehler bei der Bauausführung werden vom privaten Auftragnehmer getragen. Auch Kosten- und Terminrisiken im Zusammenhang mit der Errichtung der technischen Anlagen liegen in der Risikosphäre des Privaten.<sup>800</sup> Die Höhe des Planungs- und Baurisikos wird wesentlich vom Umfang und der Art der Leistung des Privaten beeinflusst. So sind Projekte, bei denen bestehende Gebäude saniert werden sollen, i.d.R. risikobehafteter als Neubauten.<sup>801</sup>

Die Risiken der Planungs- und Bauphase werden zumeist im back-to-back-Prinzip an den Generalunternehmer (GU) und von diesem an die Nachunternehmer weitergegeben. Die finanzierenden Banken fordern zur Absicherung der Baurisiken und des **Insolvenzrisikos** des GU - unabhängig vom Finanzierungsmodell - Fertigstellungsgarantien, die vom i.d.R. Generalunternehmer gestellt werden. Übernimmt der Sponsor selbst die Rolle des Generalunternehmens, stellt er aufgrund der vorhandenen Fähigkeiten, operative Risiken

<sup>795</sup> Bei Nicht-Genehmigung aufgrund von z.B. fehlerhafter Planung durch den privaten Auftragnehmer trägt dieser das Genehmigungsrisiko. Vgl. Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 116; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 595.

<sup>796</sup> Sind Planungsänderungen durch den öffentlichen Auftraggeber zu vertreten, trägt auch dieser die entstehenden Kosten. Vgl. Akintoye / Taylor / Fitzgerald, Risk analysis and management, 1998, S. 12f; Weihrauch, Vertragsgestaltung, 2005, S. 159f; Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 115f; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 591.

<sup>797</sup> Welcher der beiden Partner welche Baugrundrisiken am Ende trägt, ist vom spezifischen Risiko, von der entsprechenden Managementkompetenz des privaten Partners, von der Ausgestaltung des Vertrages und der Wahl des PPP-Vertragsmodells abhängig. Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 590.

<sup>798</sup> Vgl. Weihrauch, Vertragsgestaltung, 2005, S. 161f; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 590.

<sup>799</sup> Das Baukostenrisiko ist eines der wesentlichen Risiken aus Sicht des privaten Auftragnehmers. Vgl. Akintoye / Taylor / Fitzgerald, Risk analysis and management, 1998, S. 12; Lam / Chow, Financial risks in BOT, 1999, S. 85f.

<sup>800</sup> Vgl. Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff; Bing / Akintoye / Edwards, Allocation of risk, 2005, S. 33; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 115f; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 591.

<sup>801</sup> Vgl. Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff.

effizient managen zu können, die Fertigstellungsgarantie. Er hat darüber hinaus aufgrund der Vorfinanzierung und des eingebrachten Eigenkapitals ein unmittelbares Interesse am Erfolg des Projektes.<sup>802</sup> Technische Risiken werden an die Hersteller weitergegeben.<sup>803</sup>

Die Finanzierung bzw. die Auszahlung des Kapitals durch die Bank erfolgt in der Bauphase entsprechend dem Baufortschritt und vorgegebener Auszahlungsvoraussetzungen.<sup>804</sup> Dabei besteht das Risiko, dass das benötigte Kapital nicht oder nicht zu den geplanten Konditionen zur Verfügung steht oder eventuell anfallende Mehrkosten nicht oder nur zu erhöhten Konditionen finanziert werden können. Diese **Finanzierungsrisiken** werden durch den privaten Auftragnehmer getragen.<sup>805</sup> Das Zinsänderungsrisiko wird i.d.R. durch spezielle Zinssicherungsinstrumente über den Kapitalmarkt abgesichert.<sup>806</sup>

Das Risiko der höheren Gewalt, wie z.B. Unwetter oder Terroranschläge, durch das es zur Zerstörung des Projektgegenstandes oder Verzögerungen im Bauablauf kommen kann, wird soweit wie möglich versichert. Das verbleibende Risiko wird unter den Vertragsparteien geteilt.<sup>807</sup> Eine Risikoteilung wird auch für einige Gesetzesänderungsrisiken<sup>808</sup> vorgesehen. Die Aufteilung ist hier davon abhängig, welchen Einfluss der private Partner auf die Gesetzesänderungen hat.<sup>809</sup> Die in diesem Kapitel aufgezeigte Teilung der beiden Risiken gilt auch für die folgende Betriebsphase.

Die Planungs- und Bauphase ist aus Sicht des Investors durch hohe Risiken gekennzeichnet. Hier liegen jedoch auch die größten Wertsteigerungspotenziale<sup>810</sup> eines PPP-Projektes, da die Beeinflussbarkeit, z.B. zukünftiger Kosten, in dieser Phase am größten ist. Wertsteigerungen werden bei PPP-Projekten zumeist<sup>811</sup> nicht über steigende Immobilienwerte erzielt, sondern vor allem im operativen Geschäft. Durch professionelles Management in der Bau- und Betriebsphase, aber auch bei der Finanzierung besteht die Chance, Renditewachstumspotentiale zu heben. Dafür spielt aus Sicht des Investors

---

<sup>802</sup> Vgl. Tytko, Grundlagen der Projektfinanzierung, 1999, S. 22; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 475.

<sup>803</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 115.

<sup>804</sup> Weitere Details zur Ausgestaltung solcher Regelungen finden sich bei: Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 117ff.

<sup>805</sup> Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 117; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 593.

<sup>806</sup> Zu den Zinssicherungsinstrumenten siehe ausführlich z.B. bei: Merna / Dubey, Financial Engineering, 1998, S. 142; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 463.

<sup>807</sup> Die Ausgestaltung der Risikoteilung ist vom PPP-Vertragsmodell und den damit in Zusammenhang stehenden Eigentumsverhältnissen abhängig. Vgl. Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 113; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 596.

<sup>808</sup> Dazu zählen auch Risiken der steuerlichen Betrachtung von PPP-Projekten.

<sup>809</sup> Der Mustervertrag der PPP Task Force überträgt Risiken der Änderung von technischen Normen auf den privaten Partner, da die Privatwirtschaft i.d.R. an der Gestaltung der Normen mitwirkt und darauf Einfluss hat. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermode, 2007, S. 52.

<sup>810</sup> Die Wertentwicklung eines PPP-Projektes kann anhand des Barwertes abgelesen werden. Dafür werden zukünftige Cashflows mit einem spezifischen Diskontierungszinssatz, der sich nach Projektart und Projektphase richtet, abgezinst. Bilfinger Berger nimmt z.B. spezifische Zuschläge auf einen risikofreien Basiszinssatz vor, z.B. 2% für Projekte mit Verfügbarkeitsrisiko und 4% für Projekte mit Auslastungsrisiko, 3% für die Bauphase, 2% für die Inbetriebnahmephase und 0% für die Betriebsphase. Vgl. Bilfinger Berger, Geschäftsbericht, 2005, S. 54.

<sup>811</sup> Das Wertsteigerungspotential ist maßgeblich vom gewählten PPP-Vertragsmodell abhängig. Siehe dazu ausführlich in Kapitel 4.1.

wiederum die Leistungsfähigkeit des Bau-, aber auch des Betreiberunternehmens eine wichtige Rolle. Auch der Investor selbst kann Wertbeiträge durch die Optimierung der Finanzierung liefern.<sup>812</sup>

Aufgrund des hohen Risikos in dieser Projektphase sind die Renditeerwartungen höher als in anderen Lebenszyklusphasen. So liegen marktübliche Renditen bei PPP-Hochbauprojekten in der Bauphase in Deutschland zwischen 10% bis 14%, in Abhängigkeit der Komplexität und des Risikogrades des spezifischen Projektes.<sup>813</sup>

Aus Sicht eines Investors, der unbesichertes und nachrangiges Eigenkapital in ein PPP-Projekt gibt, spielen in der Bauphase die Bonität und die Leistungsfähigkeit des Generalunternehmers, der Nachunternehmer sowie des Sponsors eine wesentliche Rolle. Er trägt im Endeffekt das Risiko der Schlechtleistung und der Insolvenz eines General- oder Nachunternehmers in der Planungs- und Bauphase und die damit in Zusammenhang stehenden Kosten bzw. den Ausfall seines Eigenkapitals und der erwarteten Rendite. Daher führt der Investor, wie auch die Fremdkapitalgeber,<sup>814</sup> die das Kredit- und Kontrahentenrisiko der Projektgesellschaft tragen, während der Bauzeit ein umfassendes Monitoring durch. Dafür muss er sich entsprechende Informations-, Kontroll- und Mitwirkungsrechte einräumen lassen.

→ Die Planungs- und Bauphase eines PPP-Projektes erfordert aufgrund der umfangreichen Leistungen, die vom privaten Auftragnehmer zu erbringen sind, der hohen Risiken und der hohen Komplexität der Leistungen ein erhebliches Know-how von Seiten des Investors. Daraus lässt sich ein großer **erforderlicher Gestaltungsrahmen** ableiten.

#### 4.2.3 Inbetriebnahmephase

Mit der Fertigstellung der Bauarbeiten und der anschließenden Abnahme wird das Projekt in Betrieb genommen. Hier ändert sich das Leistungs- und Risikoprofil eines PPP-Projektes signifikant. Die Phase der Inbetriebnahme wird auch als Anlaufphase oder Ramp up Phase bezeichnet.

In dieser Phase übernimmt der private Partner den Betrieb der Gebäude. Dieser umfasst i.d.R. die Leistungen des technischen, kaufmännischen und infrastrukturellen **Facility Managements**. Dazu gehören u.a. die Reinigung, die Pflege von Außenanlagen und der Winterdienst, die Instandhaltung von Gebäuden und technischen Anlagen, die Hausmeister- und Sicherheitsdienste, das Energie- und Qualitätsmanagement sowie weitere Leistungen, wie bspw. Catering oder Sekretariatsdienste.<sup>815</sup>

---

<sup>812</sup> Zu potentiellen Wertbeiträgen eines Investors siehe z.B. bei: Delwall, Direktinvestoren bei PPP-Immobilienprojekten, 2007, S. 108ff.

<sup>813</sup> Vgl. Bendiek, Internationales Eigenkapital, 2005, S. 53; Becher, Secondary Markets, 2008, S. 41.

<sup>814</sup> Die Fremdkapitalgeber verfügen zusätzlich über Eintrittsrechte, was i.d.R. auch dem Interesse externer Eigenkapitalgeber entspricht.

<sup>815</sup> Vgl. Riemenschneider / Nitzsche, Ergebnisorientierte Ausschreibung, 2006, S. 355f. Welche Leistungen konkret an den privaten Partner vergeben werden, ist stark von der PPP-Immobilienart und vom Bedarf des öffentlichen Auftraggebers abhängig.

Mit Beginn der Inbetriebnahmephase wird die Bauzwischenfinanzierung in eine langfristige **Endfinanzierung**, i.d.R. als Projektfinanzierung oder Forfaitierung mit Einredeverzicht,<sup>816</sup> umgewandelt. Ab diesem Zeitpunkt erhält der private Auftragnehmer erstmals eine Vergütung seiner vorfinanzierten Leistungen. Diese kann in Abhängigkeit des Vertragsmodells in verschiedenen Formen erfolgen: durch ein Leistungsentgelt des öffentlichen Auftraggebers als Nutzer, durch direkte Entgelt- oder Gebührenzahlung der privaten Haushalte als Nutzer oder durch indirekte Gebühren, die private Haushalte als Nutzer an die öffentliche Hand zahlen, und die diese weiterleitet.<sup>817</sup>

Die Zahlung eines Leistungsentgeltes des öffentlichen Auftraggebers stellt aufgrund der hohen Bonität der öffentlichen Hand eine sichere Zahlung über die gesamte Vertragslaufzeit eines PPP-Projektes dar.<sup>818</sup> Dies ist zumindest bei den Vertragsmodellen der Fall, bei denen keine Auslastungsrisiken auf den privaten Auftragnehmer übertragen werden.<sup>819</sup> Aus Sicht des privaten Auftragnehmers bedeutet dies eine gleich bleibend stabile Rendite, da er, wenn er seine Leistungen in vereinbarter Art und Weise erbringt, das Leistungsentgelt in voller Höhe, unabhängig von der Auslastung des Projektgegenstandes, erhält. Lediglich bei Schlecht- oder Nichtleistung des privaten Auftragnehmers kann der öffentliche Auftraggeber entsprechend der vertraglich vereinbarten Vergütungsmechanismen (Bonus-Malus-Regelungen) kürzen. Entscheidend für die Erzielung der erwarteten Rendite ist, dass der private Auftragnehmer sein Angebot entsprechend sorgfältig kalkuliert hat.

Bei PPP-Vertragsmodellen, bei denen das Auslastungsrisiko auf den privaten Partner übertragen wird, geht die Inbetriebnahmephase mit höheren Risiken für den Privaten einher, da in diese Phase die potentiellen Nutzer das Projekt kennen und „akzeptieren“ lernen müssen. Hier wird i.d.R. mit einer anfänglich geringen Auslastung kalkuliert, die sich über den Betriebszeitraum steigert. Der Inbetriebnahmezeitraum ist hier länger als bei PPP-Projekten ohne Auslastungsrisiko.

Auch die Zahlungen in der Betriebsphase sind bei Projekten mit Auslastungsrisiko für den privaten Auftragnehmer mit einer relativ hohen Unsicherheit versehen, da es zu erheblichen Schwankungen kommen kann. Hier ist von vielen äußeren Faktoren abhängig, wie die Einzahlungen verlaufen. Daher sind im Vorfeld solcher Projekte umfangreiche Marktanalysen notwendig, um daran das jeweilige Nutzungskonzept und die Kalkulation des Angebotes auszurichten.

Mit der Inbetriebnahme besteht für den privaten Auftragnehmer das Risiko, dass das Projekt nicht im geplanten Zeitrahmen oder nicht im vertraglich vereinbarten Zustand und Funktionsfähigkeit, z.B. aufgrund von Mängeln, in Betrieb genommen werden kann. Daneben besteht auch das Risiko, dass die Kosten der Inbetriebnahme falsch eingeschätzt wurden und es zu Mehrkosten kommt.<sup>820</sup> Diese **Inbetriebnahmrisiken** werden i.d.R. vollständig vom privaten Auftragnehmer getragen und damit auch deren Folgen. Diese

---

<sup>816</sup> Zu den Finanzierungsformen für PPP-Projekte siehe in Kapitel 2.3.

<sup>817</sup> Vgl. Wolter, BOT, 2004, S. 17; Sester / Bunsen, Finanzierungsverträge, 2006, S. 437.

<sup>818</sup> Im Vergleich zu klassischen Immobilien-Anlageprodukten trägt der Investor hier kein Vermietungsrisiko. Vgl. Nottrodt, PPP und geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 64.

<sup>819</sup> Siehe zu den PPP-Vertragsmodellen in Kapitel 4.1.

<sup>820</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 591.



bestehen entweder in einer verspäteten oder verminderten Zahlung des Leistungsentgeltes durch den öffentlichen Auftraggeber oder in verspäteten oder geringeren Einnahmen von Nutzerentgelten bei Konzessionsmodellen.

In der Inbetriebnahmephase variieren die Renditeerwartungen eines Investors in Abhängigkeit vom gewählten PPP-Vertragsmodell und der damit in Zusammenhang stehenden Risikoverteilung sowie von der PPP-Immobilienart zwischen 8% bis 12%.<sup>821</sup>

→ In der Inbetriebnahmephase sind die Komplexität der Leistungserbringung und die Risiken als mittel einzuschätzen. Daher bedarf es für eine PPP-Realisierung eines mittleren Grades an Spezial-Know-how von Seiten des Investors. Insgesamt wird die Inbetriebnahmephase durch einen mittleren **erforderlichen Gestaltungsrahmen** charakterisiert. Dies gilt insbesondere für das PPP-Konzessionsmodell.

#### 4.2.4 Betriebsphase

In der Betriebsphase werden die Leistungen des technischen, kaufmännischen und infrastrukturellen **Facility Managements** durch den privaten Auftragnehmer fortgesetzt. Jedoch sinkt mit dem Übergang eines PPP-Projektes von der Inbetriebnahmephase in die Betriebsphase das Risikoprofil noch einmal ab. Hier besteht vor allem das Risiko, dass Betriebsleistungen nicht in vereinbarter **Qualität** oder gar nicht erbracht werden, dass es durch organisatorische oder technische Fehler zu **Betriebskostenüberschreitungen** kommt, dass Wartungs- und Instandhaltungskosten höher sind oder dass Sanierungs- und Reinvestitionszyklen kürzer sind als geplant.<sup>822</sup> Werden Betriebsstörungen oder Stillstand durch die öffentliche Hand verursacht oder fordert der öffentliche Auftraggeber veränderte Leistungen aufgrund einer veränderten Bedarfssituation, trägt dieser auch die damit verbundenen Kosten. In welcher Form Leistungsanpassungen erfolgen und wie diese vergütet werden, wird zumeist im PPP-Vertrag geregelt.<sup>823</sup>

Das Risiko der Preisänderung durch Inflation wird i.d.R. zwischen den PPP-Partnern geteilt. Dafür werden Anpassungen des Leistungsentgeltes bei einer bestimmten Höhe der Preisänderung oder eine jährliche Anpassung an übliche Preisindizes vereinbart. Die Anpassung erfolgt jedoch i.d.R. nur für den Betriebsbestandteil des Leistungsentgeltes.<sup>824</sup>

Ein bestimmtes sektorenspezifisches Risiko in der Betriebsphase von PPPs ist z.B. das Vandalismusrisiko. Dies tritt vor allem bei PPP-Schulprojekten und PPP-Sicherheitsprojekten, z.B. Justizvollzugsanstalten, auf.<sup>825</sup> Auch das Risiko, dass durch das Nebeneinander von

<sup>821</sup> Vgl. Bendiek, Internationales Eigenkapital, 2005, S. 53.

<sup>822</sup> Vgl. Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 117; Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 593.

<sup>823</sup> Eine umfassende Analyse der Möglichkeiten von PPP-Vertragsanpassungen, zu denen auch Leistungsanpassungen zählen, findet sich bei: Beckers / Gert / Klatt, Anpassungen bei PPP's, 2008.

<sup>824</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 594. Solche Regelungen finden sich auch in den Musterverträgen der PPP Task Force des Bundes. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007, S. 29; BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Mietmodell mit Erbbaurecht, 2007, S. 32.

<sup>825</sup> Vgl. Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 121ff.

hoheitlichen Aufgaben der öffentlichen Hand und privat erbrachten Leistungen Schnittstellen- oder Reibungsprobleme auftreten, ist vom jeweiligen Sektor abhängig. Auftreten kann dies z.B. auch bei PPP-Schulprojekten und PPP-Justizvollzugsanstalten.<sup>826</sup>

Da mit der Fertigstellung der Bauleistung das Risiko erheblich sinkt, gehen auch die Renditeerwartungen zurück. Hier können in Deutschland Renditen zwischen 6% und 10% erzielt werden. Für PPP-Projekte, bei denen das Auslastungsrisiko auf den privaten Partner übertragen wird, liegt die erwartete Rendite am oberen Ende der Spanne.<sup>827</sup>

Die Risiken der Betriebsphase, die der private Auftragnehmer trägt, werden ebenso wie die Risiken der Planungs- und Bauphase im back-to-back-Prinzip an Nachunternehmer, hier i.d.R. an den Betreiber, weitergegeben. Dieser stellt eine Betriebsgarantie, die von der finanzierenden Bank zur Absicherung gefordert wird. Ist der Betreiber gleichzeitig Sponsor, bestehen durch das eingebrachte Eigenkapital und das vorhandene Betreiber-Know-how zusätzliche Sicherheiten für die Banken und Investoren.<sup>828</sup> Die Bonität und die Leistungsfähigkeit des Betreibers sind für den Investor in der Betriebsphase von großer Bedeutung, da dieser letztendlich auch das Risiko trägt, dass der Betreiber ausfällt.

Daher werden die Investoren auch in der Betriebsphase die Leistungserbringung überwachen und kontrollieren. Ihr Ziel ist die Sicherstellung des reibungslosen Ablaufes des Projektes in der Betriebsphase. Dies entspricht üblicherweise auch den Erwartungen der Fremdkapitalgeber und des öffentlichen Auftraggebers.<sup>829</sup>

In der Betriebsphase besteht aus Sicht der Investoren und auch der Sponsoren ein Anreiz, einen Exit durch Verkauf der Eigenkapitalanteile vorzunehmen, da mit zunehmender Reife die Wertentwicklung des Projektes sinkt.<sup>830</sup> Bei einem Wechsel der Investoren können eher kurzfristig anlegende Investoren Wertentwicklungen abschöpfen und frei werdenden Eigenkapitalkapazitäten in weitere Projekte investieren.<sup>831</sup>

Bei einer solchen **Restrukturierung** der Gesellschafterstruktur werden i.d.R. lediglich die Eigenkapitalgeber ausgetauscht. Der Eigenkapitalanteil sollte dem Risikoprofil des Projektes weiterhin entsprechen. Zudem müssen die neuen Investoren ebenfalls ausreichende Kenntnisse und Erfahrungen zur Unterstützung des PPP-Projektes aufweisen. Die Hauptinvestoren, die in der Betriebsphase die wichtigsten Risiken tragen, sollten weiterhin mit dem Projekt verbunden bleiben, um das Gesamtrisiko des Projektes zu minimieren.<sup>832</sup> Außerdem sind für den öffentlichen Auftraggeber Gesellschafterwechsel einfacher zu akzeptieren, wenn die Ansprechpartner in der Projektgesellschaft gleich bleiben.

---

<sup>826</sup> Vgl. Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 597.

<sup>827</sup> Vgl. Bendiek, Internationales Eigenkapital, 2005, S. 53; Becher, Secondary Markets, 2008, S. 41.

<sup>828</sup> Auch für den öffentlichen Auftraggeber sind diese Sicherheiten von besonderer Bedeutung.

<sup>829</sup> Bezogen auf andere Ziele, sind jedoch auch Zielkonflikte zwischen Fremd- und Eigenkapitalgebern eines PPP-Projektes zu beobachten.

<sup>830</sup> Vgl. Bendiek, Internationales Eigenkapital, 2005, S. 52. In reifen Märkten kann ein Wechsel der Eigenkapitalgeber bereits in der Bauphase erfolgen, der dann in der Betriebsphase wiederholt wird. Man spricht auch von „Drittmarkt“.

<sup>831</sup> Dabei lässt sich der öffentliche Auftraggeber regelmäßig Mitspracherechte einräumen. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007, S. 44.

<sup>832</sup> Vgl. Archer, Sell, sell, sell, 2004, S. 23f.

Auch die Restrukturierung der Fremdfinanzierung in der Betriebsphase eines PPP-Projektes kann aus Sicht der privaten Auftragnehmer ein Mittel sein, um günstigere Finanzierungskonditionen auszunutzen und das Projekt noch effizienter zu gestalten. So werden im internationalen PPP-Geschäft zumeist Darlehen in eine Anleihefinanzierung umgewandelt.<sup>833</sup> Auch Banken können in der Vertriebsphase eine Verbriefung der vergebenen Kredite vornehmen. Dafür nutzen sie i.d.R. standardisierte Instrumente, mit denen die Forderungen am Kapitalmarkt verkauft werden.<sup>834</sup>

Bei diesen Umstrukturierungsmaßnahmen muss berücksichtigt werden, dass sich der öffentliche Auftraggeber hier gewisse Mitbestimmungsrechte sichert.<sup>835</sup> Auch sollten durch Umstrukturierungen entstehende Gewinne zwischen dem privaten und dem öffentlichen Partner geteilt und z.B. zur Reduzierung des Leistungsentgeltes genutzt werden.<sup>836</sup> Hierzu gibt es jedoch in Deutschland bisher keine Erfahrungen und auch keine einheitlichen Regelungen in den PPP-Verträgen.

Am Ende der Betriebsphase und damit am Ende der PPP-Vertragslaufzeit steigt das Risikoprofil eines PPP-Projektes noch einmal an, da ggf. vor Übergabe des Projektes noch einmal Investitionen notwendig werden, um den bei Vertragsbeginn vereinbarten mangelfreien Zustand sicherzustellen.<sup>837</sup>

- Die Leistungen der Betriebsphase eines PPP-Projektes sind aus Sicht eines Investors wesentlich weniger komplex und erfordern ein geringeres Spezial-Know-how als die Bauphase. Auch das Risikoprofil ist in dieser Phase deutlich geringer. Daher wird der **erforderliche Gestaltungsrahmen**, über den ein Investor bei einem Engagement in der Betriebsphase verfügen muss, als gering angesehen.

#### 4.2.5 Verwertungsphase

In Abhängigkeit von dem gewählten PPP-Vertragsmodell fallen nach Beendigung der PPP-Vertragslaufzeit das Grundstück und die Gebäude in dem vertraglich vorgegebenen Zustand wieder an die öffentliche Hand zurück oder es besteht eine Kaufoption, die der öffentliche Auftraggeber ziehen kann. Bei einem automatischen Rückfall<sup>838</sup> liegt die Verwertung beim öffentlichen Auftraggeber und der private Auftragnehmer wird aus der Leistungserbringung entlassen.

<sup>833</sup> Eine Analyse hinsichtlich der Gründe für eine Restrukturierung der Finanzierung findet sich bei: Lamb / Merna, Reappraisal, 2004; 155ff. Zur Anleihefinanzierung siehe auch bei: Weber / Moß / Parzych, Wirtschaftlichkeitsuntersuchung, 2006, S. 593.

<sup>834</sup> Ausführliche Beschreibungen von Verbriefungen und deren Anwendung bei PFI-Krediten in Großbritannien finden sich z.B. bei: Glüder / Böhm, KfW - Innovationen im Fördergeschäft, 2003; Archer, Guadagnuolo, One Small Step for Securitization, 2005; Neuhaus / Schaber, PPP und Verbriefung, 2006.

<sup>835</sup> Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007, S. 44.

<sup>836</sup> Im PPP-Standardvertrag in Großbritannien werden bis zu 50% der Refinanzierungsgewinne an den öffentlichen Partner weitergegeben. Vgl. Archer, Sell, sell, sell, 2004, S. 23f; Braune, Finanzierung, 2006, S. 307; HM Treasury, Strengthening long-term partnerships, 2006, S. 120; Schöne, Rechtsfragen - Vertragsrecht, 2006, S. 116.

<sup>837</sup> Vgl. Thiessen, Vertragsende bei PPP-Hochbauprojekten, 2007, S. 52ff.

<sup>838</sup> Dies ist beim PPP-Inhabermodell und PPP-Erwerbermodell der Fall. Siehe dazu in Kapitel 4.1.

Wird eine Kaufoption<sup>839</sup> vereinbart, trägt der private Auftragnehmer zunächst das Risiko der wirtschaftlichen Weiterverwendung der Immobilie, da es sich lediglich um eine Option handelt, die nicht gezogen werden muss. Die Nutzung der Kaufoption hängt davon ab, ob ein Bedarf des öffentlichen Auftraggebers vorhanden ist und ob der Zustand der Immobilie dem bei Vertragsschluss vereinbarten Restwert (PPP-FM-Leasingmodell) oder dem bestehenden Marktwert der Immobilie (PPP-Vermietungsmodell) als Kaufpreis entspricht. Entscheidet sich der öffentliche Auftraggeber für den Kauf, ist er, ebenso wie beim automatischen Rückfall der Immobilie, für deren Weiternutzung verantwortlich.<sup>840</sup>

Nimmt der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht wahr, liegt die Verantwortung für die Verwertung der Immobilie beim privaten Auftragnehmer. Grundsätzlich kann dieser in der Verwertungsphase zwischen verschiedenen Optionen wählen, um zukünftig Einnahmen zu generieren. Dazu zählen die **Neu- bzw. Anschlussvermietung**, die **Umnutzung** bzw. **Revitalisierung** oder der **Verkauf** der Immobilie.

Der private Auftragnehmer trägt auch die im Zusammenhang mit der Verwertung stehenden Risiken. Diese bestehen z.B. darin, dass sich der zu erzielende Wert, d.h. der **Marktwert** des Projektes, bis zum Ende der Vertragslaufzeit entgegen der Annahmen verringert und zu einem zu geringen Preis verkauft werden muss oder dass sich der **Zustand** des Bauwerkes verschlechtert und erheblich reinvestiert werden muss.<sup>841</sup> Des Weiteren kann es sein, dass der private Auftragnehmer keinen Anschlussmieter für die Immobilie findet oder nur zu einem geringeren Mietzins weiter vermieten kann.

Gerade für langfristige Investoren spielt die Verwertung der Immobilie eine entscheidende Rolle, da hier zusätzlich über die regelmäßigen Einnahmen hinausgehende Einnahme- und Renditesteigerungen, bspw. durch Verkauf auf dem Immobilienmarkt, erzielt werden können. Dabei können gerade Immobilieninvestoren ihre vorhandenen Marktkenntnisse einbringen und die Verwertungsoption in Abhängigkeit der Drittverwendungsfähigkeit<sup>842</sup> und der Lage der Immobilie schon während der PPP-Vertragslaufzeit konzipieren.

→ Die Verwertung eines PPP-Projektes ist relativ komplex und erfordert einen gewissen Grad an Spezial-Know-how. Übernimmt der private Auftragnehmer die Verwertung eines Projektes, ist hierfür ein mittlerer **Gestaltungsrahmen erforderlich**.

#### 4.2.6 Zusammenfassung

Ein idealtypischer Verlauf eines kumulierten Cashflows, der Einnahmen und Ausgaben, des Risikoprofils eines PPP-Hochbauprojektes und der Barwertentwicklung über den PPP-Wertschöpfungsprozess werden in der folgenden Grafik gezeigt. Die genaue Form ist von vielen unterschiedlichen Faktoren abhängig, wie z.B. der Dauer der einzelnen Projektphasen, der Höhe der Investition, der Höhe des Leistungsentgeltes und vom gewählten PPP-Vertragsmodell.

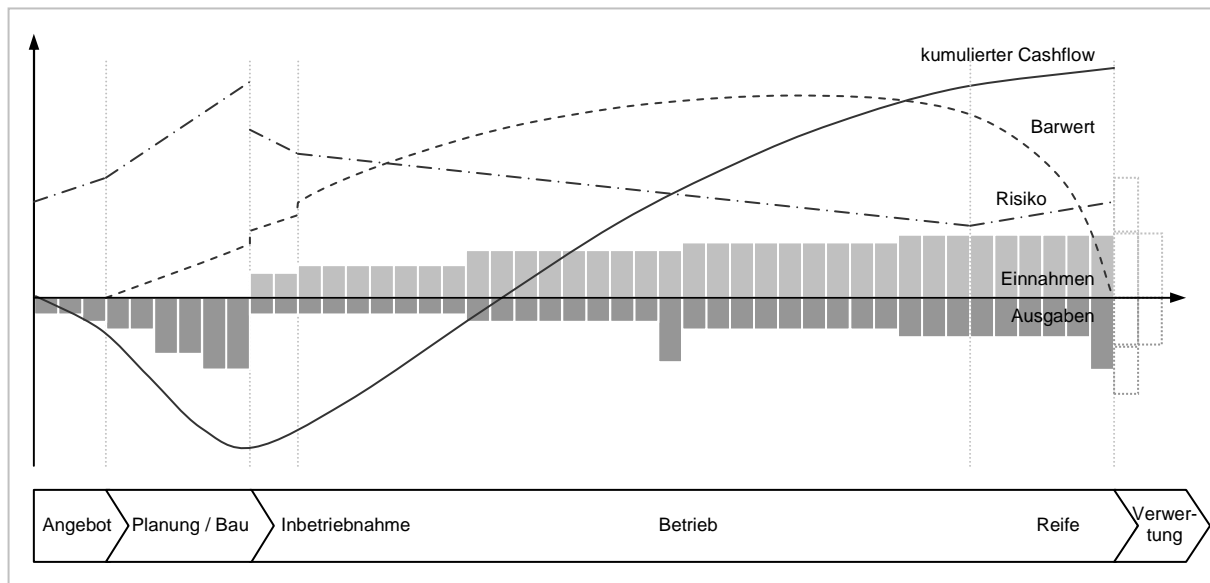
---

<sup>839</sup> Kaufoptionen können beim PPP-FM-Leasingmodell und PPP-Vermietungsmodell vereinbart werden. Weitere Ausführungen finden sich in Kapitel 4.1.

<sup>840</sup> Vgl. Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 104ff.

<sup>841</sup> Vgl. Alfen / Elbing, Berücksichtigung von Risiken, 2006, S. 222ff; Schede / Pohlmann, Vertragsrecht, 2006, S. 104ff; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung, 2006, S. 120.

<sup>842</sup> Einschätzungen zur Drittverwendungsfähigkeit verschiedener PPP-Immobilienarten werden in Kapitel 4.3 vorgenommen.



**Abbildung 12: PPP-Wertschöpfungsprozess**<sup>843</sup>

In der folgenden Tabelle werden außerdem die Leistungen, die Zahlungsströme und die Risiken des privaten Auftragnehmers in den Phasen des PPP-Wertschöpfungsprozesses sowie die Bewertung aus Sicht des Investors zusammengefasst.

**Tabelle 4: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Wertschöpfungsphasen**<sup>844</sup>

Phase Eigenschaften	Angebotsphase	Planungs- und Bauphase	Inbetriebnahme	Betriebsphase	Verwertungsphase (Verwertung - privater AN)
Leistungen des privaten AN	Erstellung des Angebotes, Planung, Kalkulation	Planung, Neubau / Sanierung Gebäude	Technisches, kaufmännisches, infrastrukturelles Facility Management		Neuvermietung, Umnutzung, Revitalisierung, Verkauf
Finanzierung	Finanzierungsstrukturierung	Bauzwischenfinanzierung	Endfinanzierung, ggf. Restrukturierung		Finanzierung d. Reinvestition
Ausgaben	Akquisitionskosten	Vorfinanzierung der Investition	Betriebskosten, Instandhaltung		Reinvestition
Einnahmen	Keine	Keine	Leistungs- oder Nutzerentgelt		Abhängig vom Vertragsmodell
Risiken	Akquisition, Finanzierung	Planung, Genehmigung, Baugrund, Insolvenz GU, Baukosten, Bauzeit, Finanzierung	Inbetriebnahme, Zeit, Zustand, Kosten	Insolvenz Betreiber, Betriebskosten, Betriebsqualität	Zustand, Restwert
Risikograd	Hoch	Hoch	Mittel	Gering	Mittel
Renditeerwartung	-	10-14%	8-12%	6-10%	Abhängig vom Vertragsmodell

<sup>843</sup> In Anlehnung an: Merna / Njiru, Financing Infrastructure, 2002, S. 25; Bendiek, Internationales Eigenkapital, 2005, S. 53; Alfen / Daube, Wirtschaftlichkeitsvergleich, 2006, S. 187. Eine ähnliche Darstellung des Barwertes findet sich auch im Geschäftsbericht der Bilfinger Berger AG für das Jahr 2005. Vgl. Bilfinger Berger, Geschäftsbericht 2005, S. 57.

<sup>844</sup> Eigene Darstellung.

Bewertung aus Sicht des Investors					
Komplexität der Leistungen	Hoch	Hoch	Mittel	Gering	Mittel
Erfordernis von Spezial-Know-how	Hoch	Hoch	Mittel	Gering	Mittel
<b>erforderlicher Gestaltungsrahmen</b>	<b>Hoch</b>	<b>Hoch</b>	<b>Mittel</b>	<b>Gering</b>	<b>Mittel</b>

### 4.3 PPP-Immobilienarten

Als PPP-Immobilien werden Immobilien definiert, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen und im Rahmen eines PPP-Vertrages zwischen öffentlichem Auftraggeber und privatem Auftragnehmer geplant, gebaut oder saniert, finanziert und betrieben sowie ggf. verwertet werden. Dabei kann sowohl die öffentliche Hand selbst Nutzer sein als auch Dritte, wie z.B. die Bürger. PPP-Immobilien werden, wie in der folgenden Abbildung gezeigt, als eigenständige Immobilienart in die Typologisierung nach Immobilienarten eingeordnet.

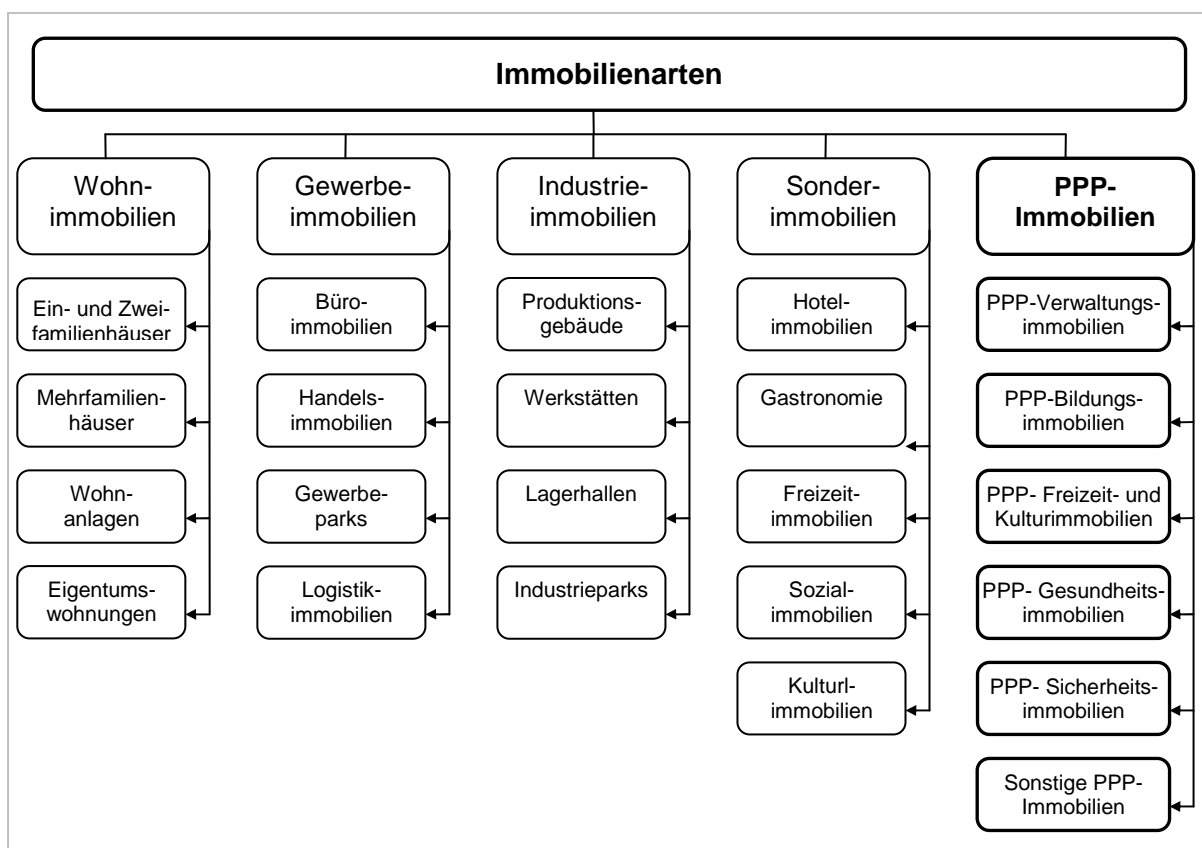


Abbildung 13: Typologisierung von PPP-Immobilien nach Immobilienarten<sup>845</sup>

<sup>845</sup> In Anlehnung an: Walzel, Immobilienarten, 2005, S. 120; Fischer / Alfen, PPP-Beschaffungsprozess, 2006, S. 2; Weber / Alfen / Maser, Projektfinanzierung und PPP, 2006, S. 54. Die PPP-Immobilienarten entsprechen den Sektoren, in denen PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau anwendbar sind.

PPP-Immobilien zeichnen sich, wie auch Immobilien, die nicht der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen, durch ihre Immobilität und den Unikatcharakter aus.<sup>846</sup> Des Weiteren weisen PPP-Immobilien einen hohen Grad an Spezifität auf, da sie nach den spezifischen Anforderungen des öffentlichen Auftraggebers geplant, errichtet und betrieben werden.

Grundsätzlich sind der Grad der Spezifität und damit auch die Drittverwendungsfähigkeit, die Komplexität und das erforderliche Spezial-Know-how maßgeblich von der konkreten PPP-Immobilienart abhängig. Auch die im Rahmen eines PPP-Projektes auf den privaten Partner übertragenen Leistungen und Risiken, insbesondere das Auslastungsrisiko, variieren entsprechend der Immobilienart. Die oben genannten Faktoren bestimmen u.a. auch die Höhe des **erforderlichen Gestaltungsrahmens** der PPP-Immobilienarten. Dieser wird ausgehend von einer Analyse der einzelnen Immobilienarten für jede individuell bewertet, was die Klassifizierung der PPP-Immobilienarten und die Einordnung in eine ordinale Reihenfolge ermöglicht.<sup>847</sup>

Im folgenden Kapitel werden die spezifischen Eigenschaften der einzelnen PPP-Immobilienarten genauer beschrieben. Dabei werden Tendenzaussagen getroffen, die bei jedem konkreten Projekt variieren können und daher im spezifischen Einzelfall genauer zu untersuchen sind.

#### 4.3.1 PPP-Verwaltungsimmobilien

Zu den PPP-Verwaltungsimmobilien gehören z.B. Rathäuser, Finanzämter oder Gebäude für Ministerien und Verwaltung; also Büroimmobilien, die von der öffentlichen Hand genutzt werden.<sup>848</sup> Sie ähneln, trotz ihrer **Spezifität** hinsichtlich der Ausgestaltung für einen bestimmten Nutzer, herkömmlichen Büroimmobilien, die sich durch eine geringe **Komplexität** auszeichnen. So verfügen sie über einfache bauliche und technische Strukturen und variieren vor allem hinsichtlich ihrer Ausstattung, den zugehörigen Serviceleistungen sowie der Flexibilität, auf die Anforderungen verschiedener Bürotypen zu reagieren.<sup>849</sup>

Für den Bau und den Betrieb von Verwaltungsimmobilien ist aus Sicht eines Immobilieninvestors kein Spezial-Know-how erforderlich. Sie sind im Gegensatz zu multifunktionalen Immobilien für Investoren relativ einfach zu verwalten und zu betreiben.<sup>850</sup> So werden in der Betriebsphase neben der Bauunterhaltung vor allem **Leistungen** des infrastrukturellen und kaufmännischen Facility Managements, wie z.B. Sekretariatsdienste oder Catering, an den privaten Betreiber vergeben.

PPP-Verwaltungsimmobilien sind vergleichsweise **risikoarm**. Eine Übertragung des Auslastungsrisikos findet bei durch die öffentliche Hand genutzten Verwaltungsimmobilien üblicherweise nicht statt, da diese normalerweise nicht als PPP-Konzessionsmodell

<sup>846</sup> Zu den Charakteristika von Immobilien siehe: Schulte / Schäfers, Immobilien-Banking, 2002, S. 38; Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 1994, S. 27ff.

<sup>847</sup> Siehe hierzu in der Einführung von Kapitel 4.

<sup>848</sup> Ein Beispiel für ein komplexes PPP-Verwaltungsgebäude ist die Britische Botschaft in Berlin.

<sup>849</sup> Eine ausführliche Definition der Büroimmobilie und weitere Ausführungen dazu finden sich z.B. bei: Falk, Fachlexikon Immobilienwirtschaft, 2004, S. 182ff; Walzel, Immobilienarten, 2005, S. 123ff; Zimmermann, Revitalisierung von Büroimmobilien, 2006, S. 42ff.

<sup>850</sup> Vgl. Falk, Fachlexikon Immobilienwirtschaft, 2004, S. 185; Sailer / Grabener, Immobilien-Fachwissen, 2004, S. 103.

abgewickelt werden. Typische PPP-Vertragsmodelle für Verwaltungsimmobilien sind das PPP-Inhabermodell, das PPP-Erwerbermodell, das PPP-FM-Leasingmodell oder das PPP-Vermietungsmodell.<sup>851</sup>

Übernimmt der private Auftragnehmer am Ende der Vertragslaufzeit eines PPP-Projektes dessen Verwertung, hängt die Höhe des Verwertungsrisikos sehr stark von der Lage und der **Drittverwendungsfähigkeit** der PPP-Verwaltungsimmobilie ab. Die Qualität der Lage lässt sich anhand von Marktberichten relativ gut einschätzen.<sup>852</sup> Die Drittverwendungsfähigkeit wird durch die bauliche Flexibilität bestimmt, die aufgrund der zumeist klaren und relativ einfachen Gebäudestruktur bei PPP-Verwaltungsimmobilien groß ist.

Die Höhe des Verwertungsrisikos hängt aber auch von der potentiellen Nachfrage nach Vertragsende ab. Da die Nachfrage nach Büroimmobilien relativ unelastisch ist, sind größere Preisschwankungen (Volatilität) und damit ein höheres Risiko typisch für diese produktiv genutzte Immobilienart.<sup>853</sup>

Mit PPP-Verwaltungsimmobilien wurden bisher in Deutschland zahlreiche Erfahrungen gesammelt. Seit 2002 wurden insgesamt 18 Verwaltungsgebäude über PPP realisiert. Das Gesamtinvestitionsvolumen beläuft sich auf etwa 450 Mio. Euro, das entspricht einem durchschnittlichen Investitionsvolumen von ca. 25 Mio. Euro. Derzeit befinden sich etwa 15 Verwaltungsgebäude mit einem Investitionsvolumen von hochgerechnet 500 Mio. Euro, d.h. im Durchschnitt etwa 33 Mio. Euro pro Projekt, in Vorbereitung oder Ausschreibung.<sup>854</sup>

→ Aufgrund der geringen Komplexität und des geringen Spezial-Know-hows, das zur Realisierung einer PPP-Verwaltungsimmobilie benötigt wird, ist auch der von einem Investor **erforderliche Gestaltungsrahmen** als gering einzuschätzen.

#### 4.3.2 PPP-Bildungsimmobilien

Unter PPP-Bildungsimmobilien werden Gebäude verstanden, die der Vermittlung von Wissen dienen. Dazu zählen z.B. Schulen,<sup>855</sup> Kindertagesstätten, Berufsschulen und Hochschulen.<sup>856</sup> In dieser Arbeit wird weiter zwischen PPP-Schulimmobilien und PPP-Hochschulimmobilien differenziert.

---

<sup>851</sup> Die ersten PPP-Verwaltungsimmobilien wurden als PPP-Inhabermodelle umgesetzt. Mit wachsendem Markt sind aber auch PPP-Vermietungsmodelle, insbesondere im Bundesland Hessen, zu verzeichnen. Vgl. HDB, PPP-Projekte II, 2007, S. 48. Detaillierte Ausführungen zu den einzelnen Vertragsmodellen finden sich in Kapitel 4.1.

<sup>852</sup> Vgl. Falk, Fachlexikon Immobilienwirtschaft, 2004, S. 185.

<sup>853</sup> Zu Immobilienrisiken in Abhängigkeit der Nutzung siehe bei: Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 708ff.

<sup>854</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>855</sup> Eine ausführliche Darstellung von PPP-Schulprojekten im Vergleich zwischen Deutschland und Großbritannien findet sich z.B. bei: Pfeiffer, Immobilienwirtschaftliche PPP im Schulsektor, 2004. Zu PPP bei Schulprojekten in Deutschland siehe bei: Gottschling, PPP für Schulprojekte, 2005.

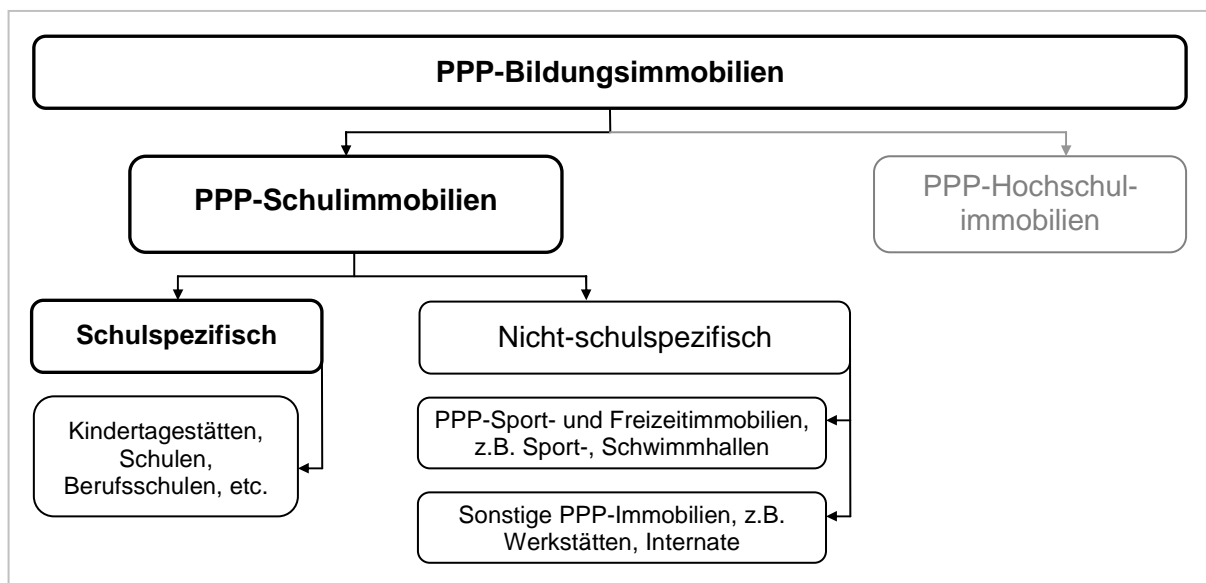
<sup>856</sup> Im Sektor Hochschulen gibt es in Bezug auf immobilienbezogene PPPs bisher relativ wenige Veröffentlichungen, eine wichtige ist z.B.: Alfen / Fischer / Schwanck et al., Lebenszyklusorientiertes Management – Hochschulen, 2008. Zahlreiche wissenschaftliche Arbeiten beschäftigen sich aber mit der Frage der Kooperation zwischen Wissenschaft und Wirtschaft sowohl in Deutschland als auch international. Vgl.; Vogel / Stratmann, PPP in der Forschung, 2000; Link / Scott, PPPs – stimulating competition, 2001; Siegel, Strategic Research Partnerships, 2003; Hannappel, PPP im Hochschulwesen, 2005.



#### 4.3.2.1 PPP-Schulimmobilien

In die Rubrik PPP-Schulimmobilien fallen Schulen, Kindertagesstätten, Berufsschulen<sup>857</sup> mit schulspezifischer Nutzung und auch Zusatzeinrichtungen, die nicht-schulspezifisch sind, wie etwa Sport- oder Schwimmhallen, Sportplätze und an Berufsschulen angegliederte Werkstätten sowie Wohnheime für Internatsschulen. Diese Einteilung wird in Abbildung 13 noch einmal grafisch verdeutlicht.

Im Folgenden werden die Eigenschaften der schulspezifisch genutzten Gebäude, wie Kindertagesstätten, Schulen sowie Berufsschulen näher erläutert. Gebäude mit nicht-schulspezifischer Nutzung, wie Sportanlagen, Werkstätten oder Internate, können bezogen auf die immobilienpezifischen Eigenschaften den PPP-Sport- und Freizeitimmobilien<sup>858</sup> und sonstigen PPP-Immobilien<sup>859</sup> zugeordnet werden. Werden sie im Rahmen eines PPP-Schulprojektes mit vergeben, entsprechen sie hinsichtlich der Anwendung der PPP-Vertragsmodelle den Charakteristika für PPP-Schulimmobilien.<sup>860</sup>



**Abbildung 14: Kategorisierung von PPP-Schulimmobilien nach Nutzung<sup>861</sup>**

Kindertagesstätten, Schulen und Berufsschulen verfügen im Vergleich zu anderen PPP-Immobilien über eine relativ einfache bauliche und technische Struktur.<sup>862</sup> Sie zeichnen sich durch eine geringe **Komplexität** aus, die jedoch je nach Gebäude höher sein kann als bei Verwaltungsimmobilien. Für die Erbringung der auf den privaten Partner übertragenen **Leistungen**, wie Bau und Betrieb von Schulimmobilien, ist kein **Spezial-Know-how**

<sup>857</sup> Je nach Komplexitätsgrad der Berufsschule können diese auch bei den PPP-Hochschulimmobilien eingeordnet werden. Vgl. Littwin, PPP-Hochschulprojekte in NRW, 2007, S. 80.

<sup>858</sup> Vgl. Kapitel 4.3.3.

<sup>859</sup> Vgl. Kapitel 4.3.6.

<sup>860</sup> So werden Sporthallen, die im Zusammenhang mit einer Schule stehen, häufig auch im Rahmen des PPP-Inhabermodells durchgeführt, wogegen viele der PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien, die nicht an eine Schule geknüpft sind, über Nutzerentgelte finanziert werden.

<sup>861</sup> Eigene Darstellung.

<sup>862</sup> Vgl. Vollrath, Entwicklung von Privatschulen, 2004, S. 10ff; Littwin, PPP-Hochschulprojekte in NRW, 2007, S. 80.

erforderlich. Die Komplexität der Betriebsleistungen entspricht i.d.R. der von PPP-Verwaltungsimmobilien. So werden Bauunterhaltung, Bewirtschaftung und Reinigung sowie Sekretariat, Hausmeisterdienste und ggf. Verpflegung an den Privaten übergeben.<sup>863</sup>

PPP-Schulprojekte sind außerdem **risikoarm**, da sie als PPP-Inhaber<sup>864</sup> oder PPP-Erwerbermodell<sup>865</sup> realisiert werden, wobei sich der private Partner über ein regelmäßiges Leistungsentgelt des öffentlichen Auftraggebers refinanziert und lediglich das Verfügbarkeitsrisiko trägt. PPP-Konzessionsmodelle mit Nutzergebühren eignen sich nicht für Schulprojekte. Das PPP-FM-Leasing- und das PPP-Vermietungsmodell werden in Regionen mit zurückgehenden Schülerzahlen angewandt, da so die Verwertung der Immobilie und das Verwertungsrisiko auf den privaten Partner übertragen werden kann, der bereits zu Vertragsbeginn ein konkretes Nachnutzungskonzept vorsehen muss.<sup>866</sup>

Das Verwertungsrisiko von PPP-Schulimmobilien ist aufgrund der relativ hohen **Drittverwendungsfähigkeit** gering. Sehr gut eignen sich anschließende Büronutzungen, aber auch Wohnnutzungen sind nach entsprechender Nachrüstung - z.B. von Nasszellen - relativ gut zu realisieren.<sup>867</sup> Schulimmobilien sind jedoch weniger drittverwendungsfähig als PPP-Verwaltungsimmobilien, da es mehr Aufwand bedarf, eine PPP-Schulimmobilie umzunutzen. Abhängig von der vorgesehenen Nachnutzung ist die Nachfrage entweder preisunelastisch, wie bei produktiv genutzten Büroimmobilien, oder preiselastisch, wie bei konsumtiv genutzten Wohnimmobilien, und damit auch das Verwertungsrisiko höher bzw. niedriger.<sup>868</sup> Die Lage der Immobilie beeinflusst die Höhe des Verwertungsrisikos zusätzlich.

PPP-Schulprojekte haben den deutschen PPP-Markt bisher dominiert. Hier wurden 41 Verträge mit einem Investitionsvolumen von 1,02 Mrd. Euro vergeben, d.h. ein durchschnittliches Volumen von etwa 25 Mio. Euro. Auch bei den Projekten in Vorbereitung bilden Schulen mit 47 Projekten und einem Investitionsvolumen von hochgerechnet 1,44 Mrd. Euro den Schwerpunkt.<sup>869</sup>

→ Da auch Schulimmobilien eine geringe Komplexität aufweisen und relativ wenig Spezial-Know-how für die Realisierung als PPP-Projekt notwendig ist, wird der **erforderliche Gestaltungsrahmen** als gering eingeschätzt.

---

<sup>863</sup> Eines der ersten PPP-Schulprojekte ist der Neubau einer Sonderschule in Frechen. Detaillierte Ausführungen anhand dieses Beispiels finden sich bei: Hoffmann, Schule als PPP, 2006, S. 658ff.

<sup>864</sup> Das PPP-Inhabermodell ist das in der Praxis am häufigsten Anwendung findende Vertragsmodell für Schulprojekte. So wurden z.B. zwei große Schulportfolios in Offenbach als PPP-Inhabermodelle abgewickelt. Vgl. HDB, PPP-Projekte I, 2006, S. 18ff.

<sup>865</sup> Beispiele zu PPP-Schulprojekten in Nordrhein-Westfalen finden sich bei: Littwin / Schöne, PPP im öffentlichen Hochbau, 2006, S. 284ff.

<sup>866</sup> Ein Beispiel ist das Projekt „Berufsbildende Schulen in Buchholz“, bei dem das Risiko der Gebäudeverwertung nach Vertragsablauf beim privaten Partner liegt. Hier wurden die Gebäude so flexibel gestaltet, dass der private Auftragnehmer die Gebäude zu Wohnzwecken umbauen und verwerten kann. Vgl. HDB, PPP-Projekte II, 2007, S. 14.

<sup>867</sup> Vgl. Vollrath, Entwicklung von Privatschulen, 2004, S. 51ff.

<sup>868</sup> Vgl. Sotelo, Projektentwicklung und Investoren, 2002, S. 708ff.

<sup>869</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

#### 4.3.2.2 PPP-Hochschulimmobilien

Zu den PPP-Hochschulimmobilien zählen Gebäude von Universitäten, Fachhochschulen und anderen wissenschaftlichen Einrichtungen. Sie sind durch eine hohe Heterogenität des Immobilienbestandes und verschiedenartige, wechselnde Nutzungen geprägt.<sup>870</sup> Hier sind die Eigenschaften des Projektes sehr stark davon abhängig, welche konkreten Immobilien bzw. Nutzungen einer Hochschule über ein PPP-Projekt abgewickelt werden.

Man kann grundsätzlich zwischen hochschulspezifischen und nicht-hochschulspezifischen Nutzungen unterscheiden. Zu den Letzteren zählen Verwaltungsbauten, Sporthallen oder Parkhäuser, aber auch Wohnheime für Studenten,<sup>871</sup> deren immobilienpezifischen Eigenschaften den PPP-Verwaltungsimmobilien,<sup>872</sup> PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien<sup>873</sup> und sonstigen PPP-Immobilien<sup>874</sup> entsprechen. Hochschulspezifische Gebäude, die im folgenden Abschnitt betrachtet werden, lassen sich wiederum in nicht-hochtechnische PPP-Hochschulimmobilien, wie z.B. die Hörsaal- oder Seminargebäude, und in hochtechnische PPP-Hochschulimmobilien, wie z.B. die Kliniken<sup>875</sup> oder Laborgebäude, unterscheiden.

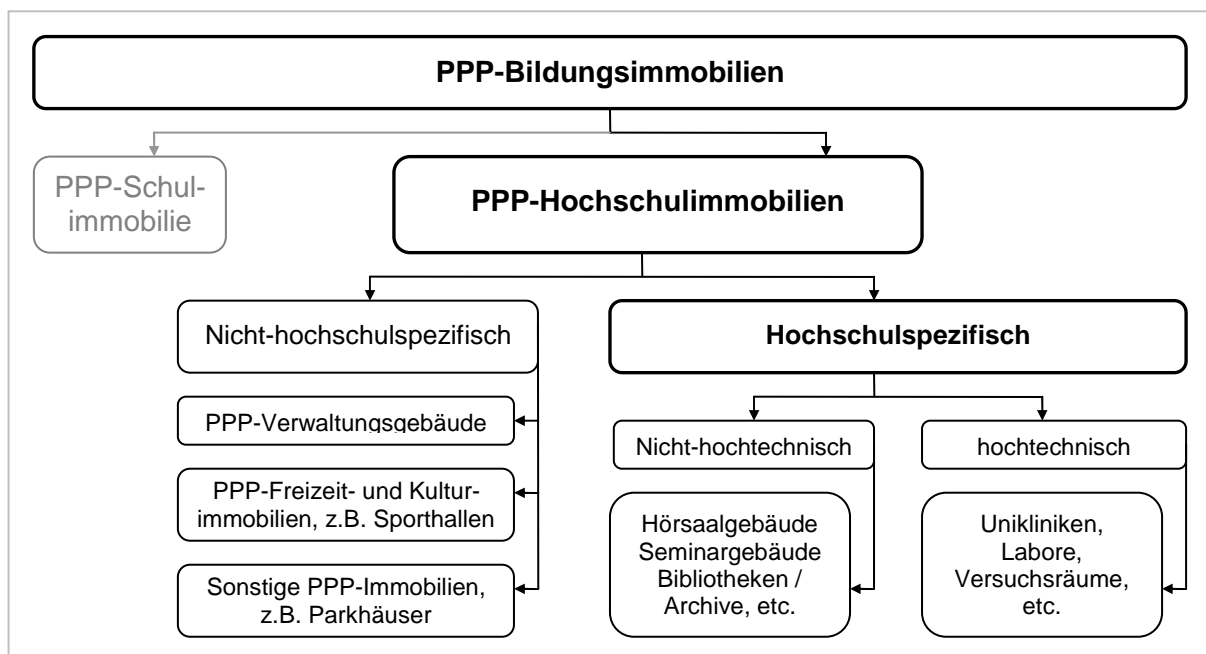


Abbildung 15: Kategorisierung von PPP-Hochschulimmobilien nach Nutzung<sup>876</sup>

<sup>870</sup> Vgl. Alfen, PPP in Wissenschaftseinrichtungen, 2007, S. 6f.

<sup>871</sup> Studentenwohnheime sind bisher in Deutschland nicht als PPP-Projekte angedacht. In anderen Ländern wurde sie aber bereits realisiert, wie z.B. das Wohnheim der Nottingham Trent University. Vgl. Braun, Hochschul-PPPs, 2007, S. 54.

<sup>872</sup> Vgl. Kapitel 4.3.1.

<sup>873</sup> Vgl. Kapitel 4.3.3.

<sup>874</sup> Vgl. Kapitel 4.3.6.

<sup>875</sup> Der Wissenschaftsrat sieht PPP als geeignetes Instrument zur Effizienzsteigerung bei Universitätskliniken an und spricht Empfehlungen zur Anwendung von PPP-Modellen aus. Vgl. Wissenschaftsrat, PPP in der universitätsmedizinischen Krankenversorgung, 2006. Als ein aktuelles Beispiel kann das Projekt der Universitätsklinik in Köln genannt werden. Vgl. Burger / Wagner / Lenzen, PPP im Krankenhaussektor: Uniklinik Köln, 2007, S. 94ff.

<sup>876</sup> In Anlehnung an: Alfen / Fischer, Unternehmen Hochschule, 2007, S. 88.

### Nicht-hochtechnische PPP-Hochschulimmobilien

Nicht-hochtechnische PPP-Hochschulimmobilien sind bezogen auf ihre bauliche und technische Struktur i.d.R. **komplexer** als PPP-Schul- und PPP-Verwaltungsimmobilien. Die **Drittverwendungsfähigkeit** ist von der konkreten Nutzung abhängig. Sie ist bei einem Seminargebäude relativ hoch, so dass mit einigen Umbauten eine Umnutzung z.B. als Bürogebäude realisiert werden kann. Hörsaalgebäude dagegen weisen eine geringere Drittverwendungsfähigkeit auf.

Für den Bau und Betrieb eines Seminargebäudes ist wenig **Spezial-Know-how** erforderlich. Der Umfang der auf den privaten Partner übertragenen **Leistungen** der Betriebsphase ist sehr stark vom einzelnen Projekt und dessen spezifischer Nutzung abhängig. Die Leistungen können von der Bauunterhaltung und der Bewirtschaftung einzelner Gebäude bis hin zum vollständigen Management aller Liegenschaften reichen.

→ Nicht-hochtechnische Hochschulimmobilien weisen eine mittlere Komplexität auf und erfordern daher auch nur einen mittleren Grad an Spezial-Know-how. Der **erforderliche Gestaltungsrahmen** wird ebenfalls als mittel charakterisiert.

### Hochtechnische PPP-Hochschulimmobilien

Hochtechnische PPP-Hochschulimmobilien, wie Laborgebäude, weisen eine **komplexe** bauliche und technische Struktur auf und sind auf eine spezifische Nutzung ausgerichtet. Sie verfügen i.d.R. über eine geringe **Drittverwendungsfähigkeit**. Sie sind mit ihrer spezifischen technischen Ausstattung nicht ohne erheblichen Aufwand einer anderen Nutzung zuzuführen. Des Weiteren unterliegen sie dem schnellen technischen Fortschritt, so dass die Lebensdauer der technischen Ausstattung häufig wesentlich geringer ist als die Lebensdauer eines Gebäudes und häufig auch geringer als die Laufzeit des PPP-Vertrages.<sup>877</sup>

Für die vom privaten Partner zu erbringenden **Leistungen**, d.h. Bau und Betrieb von hochtechnischen Hochschulimmobilien, ist **Spezial-Know-how** erforderlich. Jedoch können die Anforderungen sehr unterschiedlich sein, da entweder lediglich auf den Bau bezogene Leistungen vergeben werden oder auch Errichtung und Betrieb der technischen Anlagen Teil des PPP-Projektes sind.

Hochschulprojekte können im Rahmen des PPP-Inhabermodells, des PPP-Erwerbermodells, des PPP-FM-Leasingmodells oder des PPP-Vermietungsmodells abgewickelt werden.<sup>878</sup> Für Gebäude mit nicht-hochschulspezifischer Nutzung, wie z.B. Wohnheimen, ist es möglich, das Auslastungsrisiko über ein PPP-Konzessionsmodell auf einen privaten Partner zu übertragen.<sup>879</sup>

---

<sup>877</sup> Vgl. Burger / Wagner / Lenzen, PPP im Krankenhaussektor: Uniklinik Köln, 2007, S. 95.

<sup>878</sup> Da bisher noch keine PPP-Hochschulprojekte realisiert wurden, kann empirisch auch nicht eruiert werden, welche Modelle sich in der Praxis durchsetzen.

<sup>879</sup> Vgl. Braun, Hochschul-PPPs, 2007, S. 54.

Aufgrund der Vielfalt der Möglichkeiten, die für PPP-Hochschulimmobilien realisierbar sind, werden an dieser Stelle keine vertiefenden Ausführungen vorgenommen. Hier ist im Einzelfall zu prüfen, um welche Immobilienarten es sich bei einem PPP-Hochschulprojekt handelt und welche PPP-Vertragsmodelle Anwendung finden.<sup>880</sup> Daraus ergibt sich dann der jeweilige erforderliche Gestaltungsrahmen.

Im Subsektor Hochschulen konnten bisher in Deutschland kaum Erfahrungen mit PPP-Projekten gesammelt werden.<sup>881</sup> Jedoch besteht z.B. aufgrund steigender Studentenzahlen und mangelnder Investitionen in den vergangenen Jahren ein erheblicher Investitionsbedarf, der über PPP gedeckt werden kann.<sup>882</sup> Bisher können keine vergebenen PPP-Projekte verzeichnet werden.<sup>883</sup> Derzeit werden jedoch drei Projekte mit einem Investitionsvolumen von 115 Mio. Euro vorbereitet.<sup>884</sup>

→ Aufgrund der hohen Komplexität von hochtechnischen Hochschulimmobilien erfordern sie einen hohen Grad an Spezial-Know-how und weisen einen hohen **erforderlichen Gestaltungsrahmen** auf.

### 4.3.3 PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien

PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien umfassen ein breites Spektrum verschiedenster Nutzungen, die von der öffentlichen Hand als hoheitliche Aufgaben für den Bürger bereitgestellt werden. Dazu zählen u.a. Sportstätten,<sup>885</sup> Schwimmbäder sowie Museen, Theater und Multifunktionshallen oder sonstige Veranstaltungsimmobilien.<sup>886</sup>

PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien sind durch Maßschneiderung auf eine spezifische Nutzungen gekennzeichnet, woraus üblicherweise eine mittlere **Drittverwendungsfähigkeit** resultiert.<sup>887</sup> Umnutzungen sind zumeist mit einem erheblichen Aufwand verbunden.<sup>888</sup> Sie zeichnen sich durch eine mittlere bauliche und technische **Komplexität** aus, die höher ist als bei PPP-Verwaltungs- oder PPP-Schulimmobilien. Für den Bau und den Betrieb von PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien ist i.d.R. besonderes **Know-how** erforderlich.<sup>889</sup>

<sup>880</sup> Weiterführende Informationen zu PPP im Hochschulbau finden sich z.B. bei: Steinmetz / Gürtler, PPP im Hochschulbau, 2007. Eine Untersuchung zur Eignung von PPP als Instrument zur Umsetzung eines lebenszyklusorientierten Liegenschaftsmanagements bei Hochschulen findet sich bei: Alfen / Fischer / Schwanck et al., Lebenszyklusorientiertes Management – Hochschulen, 2008.

<sup>881</sup> Als Gründe kann man nennen: Hemmnisse durch die gemeinsame Finanzierung durch Bund und Länder im Rahmen der Gemeinschaftsaufgabe Hochschulbau, die Individualität der Ansprüche verschiedener Hochschulen und damit erschwerte Übertragbarkeit vorhandener Modelle sowie die verteilten Verantwortlichkeiten für immobilienbezogene Leistungen, aber auch häufig die Komplexität der baulichen Strukturen. Vgl. Alfen / Fischer, Unternehmen Hochschule, 2007, S. 87.

<sup>882</sup> Vgl. Alfen, PPP in Wissenschaftseinrichtungen, 2007, S. 6.

<sup>883</sup> Einige Hochschulprojekte wurden als Vorfinanzierungsmodelle realisiert. So z.B. auch ein Neubau für die Universität Göttingen. Vgl. Rüschen, PPP für Universitätsgebäude, 2006, S. 332ff.

<sup>884</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>885</sup> Für weitere Ausführungen zu Sportstätten siehe z.B.: Spindler, Turn- und Sporthallen: PPP, 2007.

<sup>886</sup> Ein Überblick über Freizeitimmobilien findet sich z.B. bei: Wenzel / Putzier / Vesely et al., Freizeitimmobilien, 1998, S. 92ff; Ellenrieder / Kiel, PPP im Kulturbereich, 2006.

<sup>887</sup> Bei Theatern kann die Drittverwendungsfähigkeit auch gering sein.

<sup>888</sup> Vgl. Walzel, Immobilienarten, 2005, S. 137.

<sup>889</sup> Vgl. Wenzel / Putzier / Vesely et al., Freizeitimmobilien, 1998, S. 103.

PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien sind **risikoreicher** als PPP-Verwaltungsimmobilien und PPP-Schulimmobilien, da es sich zumeist um Betreiberimmobilien handelt, die i.d.R. über das PPP-Konzessionsmodell abgewickelt werden und damit Auslastungsrisiken auf den privaten Partner übertragen werden. Die Erträge hängen demnach vom wirtschaftlichen Erfolg des Betreibers ab,<sup>890</sup> weshalb dieser über Erfahrungen mit Freizeit- oder Kulturimmobilien verfügen sollte. Bei PPP-Projekten, die in dieser Form genutzt werden, treten die spezialisierten Betreiber<sup>891</sup> auch häufig als Konsortialführer des privaten Konsortiums auf, da im Betrieb die größten Risiken liegen.<sup>892</sup>

Für Sportanlagen oder Projekte im Kulturbereich, bei denen das Auslastungsrisiko nicht auf den privaten Partner übertragen werden kann, finden alle anderen Vertragsmodelle Anwendung.<sup>893</sup> Denkbar sind bei dieser Art von PPP-Immobilien auch Mischformen, bei denen für einige Teile des Gebäudes und der Nutzung das PPP-Konzessionsmodell, für andere Teile indes andere Modelle, wie das PPP-Inhabermodell, eingesetzt werden.<sup>894</sup>

Wird bei einem PPP-Freizeit- oder Kulturprojekt das Auslastungsrisiko auf den Privaten übertragen, refinanziert sich dieser - zumindest teilweise<sup>895</sup> - über Nutzungsgebühren, die er im Wettbewerb mit anderen Anbietern erwirtschaften muss. Daher sind bei PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien die Durchführung umfassender Standort- und Marktanalysen sowie Wettbewerbsanalysen notwendig. Des Weiteren stellen ein marktfähiges Nutzungskonzept und die Lage der Immobilie wesentliche Erfolgsfaktoren dar.<sup>896</sup>

Der Markt für PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien ist groß. Seit 2002 wurden insgesamt 29 PPP-Verträge mit einem Investitionsvolumen von über 560 Mio. Euro für diese Form der Nutzung unterzeichnet. Das durchschnittliche Investitionsvolumen beläuft sich damit auf etwa 19 Mio. Euro. Auch bei den Projekten, die sich derzeit in der Vorbereitung oder Ausschreibung befinden, spielt dieser Sektor mit 42 Projekten und einem Investitionsvolumen von hochgerechnet 1,07 Mrd. Euro eine wesentliche Rolle. Das Durchschnittsvolumen liegt hier bei etwa 26 Mio. Euro.<sup>897</sup>

→ PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien verfügen über eine mittlere Komplexität und erfordern einen mittleren Grad an Spezial-Know-how. Daher ist der **erforderliche Gestaltungsrahmen** dieser Projekte als mittel einzuschätzen.

---

<sup>890</sup> Vgl. Opitz, geschlossene Immobilienfonds, 2002, S. 91f.

<sup>891</sup> Die s.a.b. gmbH & co.kg ist eine Betreibergesellschaft für Schwimmbäder, die bereits mehrere PPP-Schwimmbadprojekte gewonnen hat. Vgl. HDB, PPP-Projekte II, 2007, S. 26.

<sup>892</sup> Bei einer Sporthalle im Rahmen eines PPP-Schulprojektes übernehmen auch Bauunternehmen die Leistungen in der Betriebsphase, da hier nicht der Betrieb auf eigenes wirtschaftliches Risiko, wie es z.B. bei Schwimmbädern üblich ist, vergeben wird.

<sup>893</sup> Das Projekt „Dreifachsporthallen in Münster“ wurde z.B. als PPP-Inhabermodell realisiert. Vgl. Iding, PPP – Full Service Konzept, 2007, S. 79ff.

<sup>894</sup> Ein Beispiel für eine solche Mischform ist die Elbphilharmonie in Hamburg, bei der die Stadt teilweise Eigentümerin der Gebäude bleibt und ein Leistungsentgelt für öffentliche Nutzungen zahlt, für andere Teile des Gebäudes eine Konzession an den privaten Partner vergeben wurde. Vgl. HDB, PPP-Projekte II, 2007, S. 34.

<sup>895</sup> Möglich sind auch Modelle, bei denen die Investition über ein Leistungsentgelt des öffentlichen Auftraggebers und die Betriebskosten über Nutzerentgelte refinanziert werden. Vgl. HDB, PPP-Projekte II, 2007, S. 28.

<sup>896</sup> Vgl. Wenzel / Putzier / Vesely et al., Freizeitimmobilien, 1998, S. 95ff. Welche Bedeutung sorgfältig durchgeführten Marktanalysen bei Projekten mit Übertragung des Auslastungsrisikos zukommt, haben die wirtschaftlichen Probleme der beiden ersten F-Modelle gezeigt.

<sup>897</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

#### 4.3.4 PPP-Gesundheitsimmobilien

PPP-Immobilien im Gesundheitsbereich<sup>898</sup> sind durch eine sehr große Heterogenität charakterisiert. Sie umfassen soziale Einrichtungen, wie Krankenhäuser, Ärztehäuser und Rehabilitationseinrichtungen, gemischt genutzte Gesundheitsimmobilien oder Alten- und Pflegeheime.<sup>899</sup> Die im folgenden Abschnitt betrachteten gesundheitspezifisch genutzten PPP-Immobilien können wiederum in hochtechnische und in nicht-hochtechnische Gebäude unterschieden werden.

Es gehören aber auch nicht-gesundheitsspezifische Immobilien, wie Verwaltungsgebäude, Logistikzentren oder Parkhäuser, die zu den sonstigen PPP-Immobilien zählen,<sup>900</sup> zum Immobilienbestand eines Krankenhauses. Die oben beschriebene Einteilung wird in der folgenden Abbildung grafisch verdeutlicht.

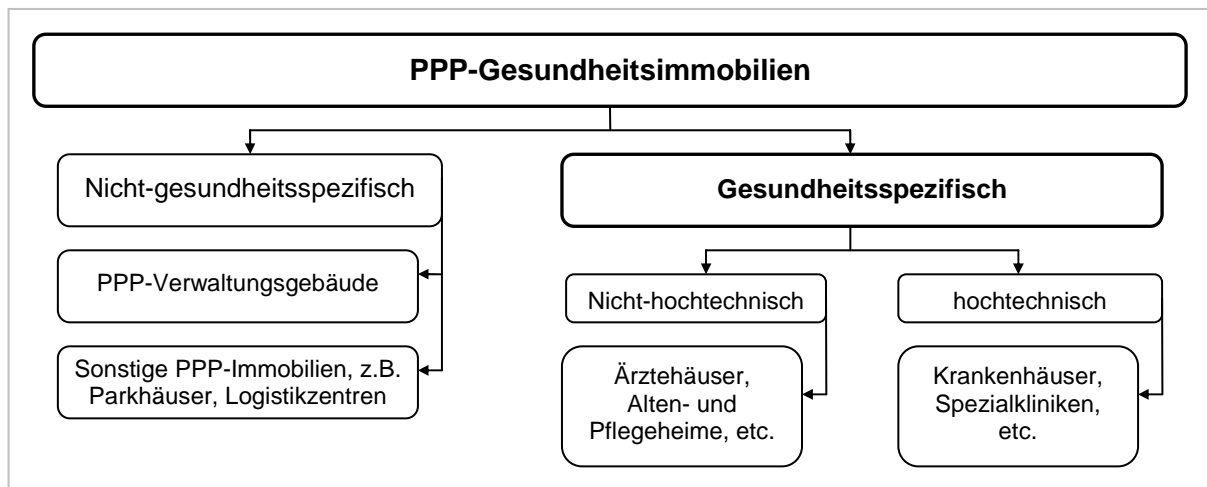


Abbildung 16: Kategorisierung von PPP-Gesundheitsimmobilien nach Nutzung<sup>901</sup>

#### Nicht-hochtechnische PPP-Gesundheitsimmobilien

Die nicht-hochtechnischen Gesundheitsimmobilien, wie Ärztehäuser, Senioren- und Pflegeheime,<sup>902</sup> Gesundheitszentren mit nachstationärer Betreuung oder auch Patientenhotels weisen eine mittlere bauliche und technische **Komplexität** auf. Sie sind i.d.R. spezifisch auf die entsprechende Nutzung ausgerichtet,<sup>903</sup> wodurch sie über eine

<sup>898</sup> Zu PPP im Gesundheitsbereich siehe z.B.: Fischbacher / Beaumont, PPP and Stakeholder, 2003; Drotleff, Kommunale Krankenhäuser und PPP, 2005; Grimsey / Lewis, Are PPPs value for money, 2005; Haarländer / Bühner / Schwandt et al., PPP im Krankenhausbereich, 2007; Jacob / Neunzehn / Uhlig, Risikoverteilung bei Kliniken mit PPP, 2008. In der internationalen Literatur finden sich vor allem kritische Erörterungen zu PPP-Projekten im Gesundheitsbereich, insbesondere in Großbritannien. Vgl. Broadbent, Critical Accounting, 2002; Shaoul, Critical financial analysis of the PFI, 2005; Holmes / Capper / Hudson, PPPs and health care, 2006. Die Herausforderungen im Krankenhausbereich durch die Einführung der Fallpauschalen erörtern z.B.: Jacob / Uhlig / Stuhr, Immobilienbewertung Akutkrankenhäuser, 2005.

<sup>899</sup> Vgl. Walzel, Immobilienarten, 2005, S. 137.

<sup>900</sup> Siehe dazu Kapitel 4.3.6.

<sup>901</sup> Eigene Darstellung.

<sup>902</sup> Einen Überblick über die Vielzahl der Möglichkeiten von Seniorenimmobilien finden sich bei: Krings-Heckemeier / Flehinghaus / Figura et al., Seniorenimmobilien, 1998, S. 321.

<sup>903</sup> Vgl. Walzel, Immobilienarten, 2005, S. 137.

mittlere **Drittverwendungsfähigkeit** verfügen. So kann mit gewissen Investitionen z.B. ein Ärztehaus in eine Büroimmobilie oder Seniorenimmobilien aufgrund ihrer wohnähnlichen Nutzung in andere Formen des Wohnens umgenutzt werden.

Der Bau und der Betrieb einer nicht-hochtechnischen Gesundheitsimmobilie erfordern ein gewisses **Spezial-Know-how**. Spezielle Betreiberkonzepte sind vor allem bei Projekten gefragt, bei denen der private Auftragnehmer die Gesundheitsimmobilie auf eigenes wirtschaftliches Risiko betreibt und sich über Nutzereinnahmen refinanziert oder die Abrechnung der Kosten mit den Kostenträgern selbst übernimmt.<sup>904</sup> In diesen Fällen werden neben Unterhaltung und Bewirtschaftung der Gebäude auch zusätzliche **Leistungen** des Services auf den privaten Auftragnehmer übertragen.

→ Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass nicht-hochtechnische Gesundheitsimmobilien mit mittlerer Komplexität einen mittleren Grad an Spezial-Know-how erfordern und damit durch einen mittleren **erforderlichen Gestaltungsrahmen** charakterisiert sind.

### Hochtechnische PPP-Gesundheitsimmobilien

Hochtechnische PPP-Gesundheitsimmobilien sind Krankenhäuser und Kliniken mit Spezialtherapien, wie z.B. Partikel- oder Protonentherapiezentren,<sup>905</sup> sowie Rehakliniken.<sup>906</sup> Sie sind durch eine sehr hohe bauliche und technische **Komplexität** gekennzeichnet. Ihre **Spezifität** hinsichtlich der Nutzung ist wesentlich höher als bei nicht-hochtechnischen Gesundheitsimmobilien, wodurch die **Drittverwendungsfähigkeit** gering ist und andere Nutzungen nur durch einen sehr hohen Aufwand zu ermöglichen sind.<sup>907</sup>

Von Seiten des privaten Auftragnehmers ist hohes **Spezial-Know-how** für die Erbringung der **Leistungen**, d.h. den Bau und den Betrieb dieser PPP-Immobilienart, erforderlich. Insbesondere die technischen Anlagen stellen hohe Anforderungen an den Betreiber.<sup>908</sup> Auch sind die z.B. im Rahmen eines PPP-Krankenhausprojektes an den privaten Auftragnehmer vergebenen Leistungen der Betriebsphase spezifisch. So können Tertiärleistungen, die das krankenhausspezifische technische, infrastrukturelle und kaufmännische Gebäudemanagement umfassen,<sup>909</sup> aber auch Sekundärleistungen, wie z.B. die medizintechnische Ver- und Entsorgung, auf den privaten Partner übertragen werden.<sup>910</sup>

---

<sup>904</sup> Erste PPP-Gesundheitsprojekte, wie z.B. Ärztehäuser oder Patientenhotels, werden auch als PPP-Konzessionsmodelle ausgeschrieben.

<sup>905</sup> Das erste vergebene PPP-Krankenhausprojekt in Deutschland war das Westdeutsche Protonentherapiezentrum in Essen.

<sup>906</sup> Weitere Ausführungen zu Rehabilitationskliniken finden sich z.B. bei: Platzer / Dietzell / Kapitza, Rehakliniken, 1998, S. 275ff.

<sup>907</sup> Vgl. Haarländer / Bühner / Schwandt et al., PPP im Krankenhausbereich, 2007, S. 137.

<sup>908</sup> Für Protonenanlagen gibt es weltweit nur eine handvoll Unternehmen, die diese spezifische Technik errichten und betreiben können.

<sup>909</sup> Eine ausführliche Auflistung der einzelnen Supportleistungen (Sekundär- oder Tertiärleistungen), die im Rahmen eines PPP-Projektes an einen privaten Partner übergeben werden können findet sich bei: Alfen / Buscher / Daube, PPP im Krankenhausbereich, 2005, S. 1086; Jacob / Neunzehn / Uhlig, Risikoverteilung bei Kliniken mit PPP, 2008, S. 46.

<sup>910</sup> Primärleistungen, wie z.B. ärztliche und pflegerische Tätigkeiten, verbleiben beim öffentlichen Auftraggeber. Vgl. Alfen / Buscher / Daube, PPP im Krankenhausbereich, 2005, S. 1086; Weber / Heß, PPP im Krankenhausbau, 2007, S. 91; Jacob / Neunzehn / Uhlig, Risikoverteilung bei Kliniken mit PPP, 2008, S. 45.



Der Bedarf an Investitionen im Gesundheitsbereich ist sehr groß. Experten schätzen den Investitionsstau auf etwa 30 Mrd. Euro.<sup>911</sup> Die Erfahrungen mit solchen Projekte sind in Deutschland jedoch bisher gering.<sup>912</sup> Es wurden seit 2002 lediglich drei PPP-Projekte im Gesundheitsbereich mit einem Investitionsvolumen von insgesamt etwa 390 Mio. Euro an private Investoren vergeben. Weitere 16 Projekte mit einem hochgerechneten Investitionsvolumen von 1,33 Mrd. Euro befinden sich in Vorbereitung oder bereits in Ausschreibung.<sup>913</sup>

- Für die Realisierung von hochkomplexen hochtechnischen Gesundheitsimmobilien wird ein hoher Grad an spezifischem Know-how benötigt, weshalb der **erforderliche Gestaltungsrahmen** dieser PPP-Immobilienart groß ist.

#### 4.3.5 PPP-Sicherheitsimmobilien

Zu den PPP-Sicherheitsimmobilien zählen Justizvollzugsanstalten (JVA) und Immobilien der Bundeswehr, wie Kasernen oder Ausbildungszentren. PPP-Sicherheitsimmobilien können in nicht-sicherheitsspezifische und sicherheitsspezifische Immobilien unterteilt werden.

Der Immobilien- und Grundstücksbestand der Bundeswehr zeichnet sich durch eine hohe Heterogenität aus. Der Bestand reicht von großen Forstflächen bis zu dichter Bebauung auf einem Kasernenareal.<sup>914</sup> Er umfasst eine Vielzahl von Gebäudetypen, die nicht-sicherheitsspezifisch sind, wie z.B. Bundeswehr-Krankenhäuser, Sporthallen der Bundeswehr oder Wohngebäude, die auch für nichtmilitärische Zwecke umgenutzt werden können.<sup>915</sup> Daneben gibt es jedoch auch sicherheitsspezifische Immobilien, wie z.B. Ausbildungszentren<sup>916</sup> oder Munitionslager, die auf die Nutzung durch die Bundeswehr zugeschnitten sind.

Auch bei Justizvollzugsanstalten kann man in nicht-sicherheitsspezifische und sicherheitsspezifische Nutzungen unterscheiden. Zu den nicht-sicherheitsspezifischen Nutzungen gehören z.B. Sporthallen oder Werkstätten einer JVA. Spezifische Gebäude einer JVA sind Unterakunftsgebäude für Gefangene und die dazugehörigen Sicherheitsbereiche.<sup>917</sup> Die folgende Abbildung verdeutlicht diese Einteilung.

<sup>911</sup> Vgl. Alfen / Buscher / Daube et al., PPP im Krankenhausbereich, 2005, S. 1083.

<sup>912</sup> Zahlreiche Krankenhausprojekte der Neunziger Jahre, u.a. auch Unikliniken, wurden formal oder materiell privatisiert oder als Vorfinanzierungsmodelle realisiert. Vgl. Wissenschaftsrat, PPP in der universitätsmedizinischen Krankenversorgung, 2006, S. 32ff. Ein Vorfinanzierungsmodell ist der Neubau des Klinikums Barmbek. Vgl. Gührs, PPP-Ansätze für Krankenhäuser, 2006, S. 680ff.

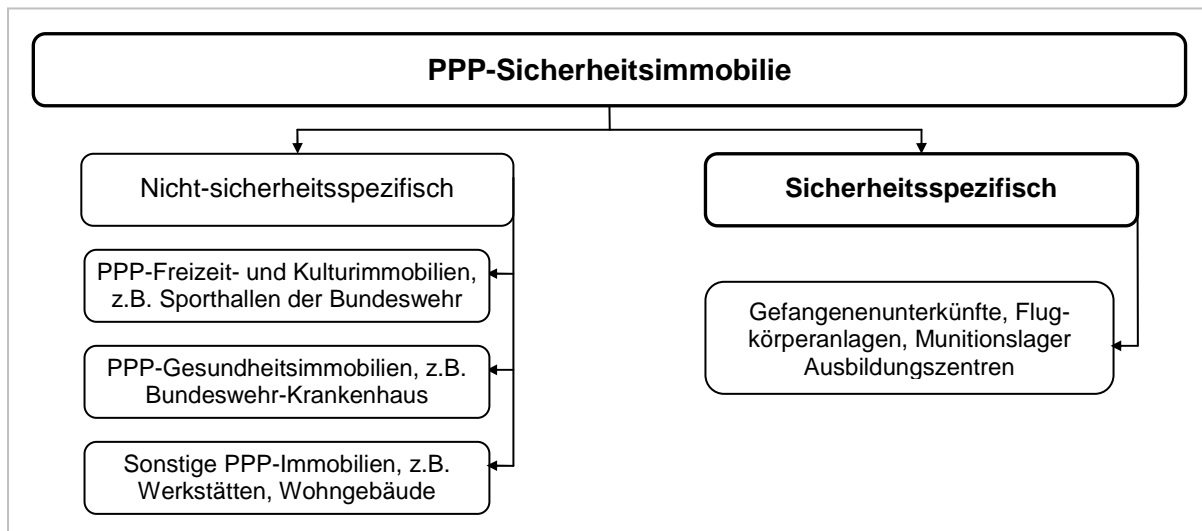
<sup>913</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>914</sup> Vgl. Alfen / Fischer / Jungbecker, Bundeswehr, 2005; Simon, Interview, 2007.

<sup>915</sup> Großflächige Umnutzungs- und Revitalisierungsprojekte der Bundeswehr zeigen die Drittverwendungsfähigkeit des Immobilienbestandes. Ein Beispiel ist die Umnutzung einer Kaserne in Kaiserslautern in einen Technologiepark. Vgl. Beck, Kaserne zu Technologiestandort, 2006, S. 237ff.

<sup>916</sup> Ein Beispiel für eine PPP mit sicherheitsspezifischer Nutzung ist das Bundeswehrprojekt „Hubschraubertrainingssimulatoren“.

<sup>917</sup> Einen Überblick über die bauliche Konzeption einer Justizvollzugsanstalt findet sich bei: Kunze, Justizvollzugsanstalten, 2006, S. 696.



**Abbildung 17: Kategorisierung von PPP-Sicherheitsimmobilien nach Nutzung**<sup>918</sup>

Sicherheitsspezifische Immobilien, die im folgenden Abschnitt betrachtet werden, sind i.d.R. sehr **komplex** und durch hohe Anforderungen in Bezug auf die technische Ausstattung aufgrund der häufig sehr strengen Sicherheitsvorschriften charakterisiert.<sup>919</sup> Die **Drittverwendungsfähigkeit** ist als mittel bis gering einzuschätzen und von der konkreten Nutzung abhängig. So sind z.B. Ausbildungszentren der Bundeswehr und Unterkunftsgebäude von Justizvollzugsanstalten nur mit erheblichen Investitionen einer anderen Nutzung zuzuführen.

Die vom privaten Partner zu erbringenden **Leistungen**, d.h. der Bau, insbesondere aber der Betrieb einer Sicherheitsimmobilie erfordert spezifisches **Know-how** des Investors. Bei Bundeswehrimmobilien kann neben immobilienbezogenen Facility Management Leistungen auch der Betrieb der gesamten technischen Ausstattung an einen privaten Auftragnehmer übergeben werden. Diese Leistungen können nur von spezialisierten Betreibern übernommen werden.<sup>920</sup>

Auch der Betrieb einer Justizvollzugsanstalt stellt hohe Anforderungen an Unternehmen, die davon abhängen, welche Leistungen an den privaten Partner übertragen werden. Das Spektrum reicht hier von Betrieb und Unterhaltung der Immobilie, über Serviceleistungen, wie z.B. Catering oder ärztlicher Versorgung, bis hin zur sozialen Betreuung, Ausbildung oder Freizeitangeboten. Der Strafvollzug, d.h. der Umgang mit den Häftlingen, verbleibt in Deutschland als hoheitliche Aufgabe bei der öffentlichen Hand.<sup>921</sup>

<sup>918</sup> Eigene Darstellung.

<sup>919</sup> Vgl. Kunze, Justizvollzugsanstalten, 2006, S. 696.

<sup>920</sup> Ein Beispiel ist das Gefechtsübungszentrum Heer in Sachsen-Anhalt, bei dem die Serco GmbH den Betrieb des Fuhrparks, die Materialbewirtschaftung sowie den Betrieb der gesamten technischen Ausstattung, wie z.B. auf GPS basierende Simulationstechnik, übernimmt. Vgl. Serco, Case Study Gefechtsübungszentrum, 2006. Zu PPP-Projekten im Verteidigungsbereich in Großbritannien siehe z.B.: Bradford, PPP in the Defence Sector, 2001; Parker / Hartley, Transaction costs, relational contracting and ppps, 2003.

<sup>921</sup> Vgl. Kunze, Justizvollzugsanstalten, 2006, S. 696.

Justizvollzugsanstalten werden i.d.R. als PPP-Inhabermodell durchgeführt, da hier das Eigentum bei der öffentlichen Hand als Auftraggeber verbleibt. Bei Bundeswehrimmobilien können auch Modelle konzipiert werden, die eine Verwertung der Immobilien am Ende der Vertragslaufzeit vorsehen. Die Übertragung des Auslastungsrisikos auf den privaten Partner durch ein PPP-Konzessionsmodell ist nicht umsetzbar.

Seit 2002 wurden insgesamt drei Justizvollzugsanstalten und zwei Projekte der Bundeswehr vergeben. Das Investitionsvolumen beläuft sich auf insgesamt 500 Mio. Euro, davon entfallen etwa 300 Mio. Euro auf die Bundeswehrprojekte. Weitere sechs Projekte mit einem Investitionsvolumen von insgesamt 260 Mio. Euro werden derzeit vorbereitet oder sind bereits ausgeschrieben.<sup>922</sup>

→ Da die Komplexität und das erforderliche Spezial-Know-how bei PPP-Sicherheitsimmobilien als mittel bis hoch eingestuft werden kann, ist auch der **erforderliche Gestaltungsrahmen** mittel bis hoch.

#### 4.3.6 Sonstige PPP-Immobilien

Zu den sonstigen öffentlich genutzten Immobilien, die über PPPs gebaut und betrieben werden können, zählen z.B. Feuerwehrrachen oder Parkhäuser, aber auch Logistikzentren von Kliniken oder Immobilien mit wohnähnlicher Nutzung, wie Internate oder Studentenwohnheime.

Sonstige PPP-Immobilien weisen eine mittlere **Komplexität** der baulichen und technischen Struktur auf. Sie sind i.d.R. auf eine spezifische Nutzung ausgerichtet, z.B. Parken, und verfügen daher auch über eine mittlere **Drittverwendungsfähigkeit**. PPP-Immobilien mit wohnähnlicher Nutzung können auch eine hohe Drittverwendungsfähigkeit aufweisen. Für den Bau und den Betrieb ist teilweise **Spezial-Know-how** erforderlich.<sup>923</sup> Aufgrund der Heterogenität der sonstigen PPP-Immobilien hinsichtlich ihrer baulichen und technischen Strukturen sowie ihrer Nutzung sind die konkreten Eigenschaften am spezifischen Projekt zu untersuchen, weshalb hier keine weiteren detaillierten Ausführungen gemacht werden können.

Theoretisch sind alle oben aufgeführten PPP-Vertragsmodelle, also PPP-Inhabermodell, PPP-Erwerbermodell, PPP-FM-Leasingmodell, PPP-Vermietungsmodell oder auch das PPP-Konzessionsmodell oder das PPP-Gesellschaftsmodell für diese Nutzungen anwendbar. Daher muss am konkreten Projekt untersucht werden, welches Vertragsmodell geeignet ist und welches Risikoprofil damit verbunden ist.

Bisher wurden in Deutschland 8 Projekte im Bereich sonstige PPP-Immobilien mit einem Investitionsvolumen von insgesamt 80 Mio. Euro vergeben. Weitere 15 Projekte mit einem Investitionsvolumen von hochgerechnet 390 Mio. Euro befinden sich in Vorbereitung oder sind bereits ausgeschrieben.<sup>924</sup>

<sup>922</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

<sup>923</sup> So gibt es z.B. Betreiber für Parkhäuser, die sich auf dieses Segment spezialisiert haben. Ein Beispiel ist die Tochtergesellschaft der Bilfinger Berger AG, die Bilfinger Berger Parking GmbH, die mehrere PPP-Parkhausprojekte realisiert. Aufgrund des „Systemangebots“ sind hier die Banken sogar bereit, bei einem Investitionsvolumen unter 10 Mio. Euro über eine Projektfinanzierung zu finanzieren. Vgl. HDB, PPP-Projekte I, 2006, S. 40.

<sup>924</sup> Eigene Erhebungen für den Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Stand: November 2008).

- Da sonstige PPP-Immobilien üblicherweise über eine mittlere Komplexität verfügen, ist aus Sicht des Investors ein mittlerer Grad an Spezial-Know-how für die Durchführung solcher Projekte erforderlich. Der **erforderliche Gestaltungsrahmen** ist daher ebenfalls als mittel einzuschätzen.

#### 4.3.7 Zusammenfassung

In der folgenden Tabelle werden die immobilienbezogenen Eigenschaften der verschiedenen PPP-Immobilienarten und der jeweils erforderliche Gestaltungsrahmen aus Sicht eines Investors noch einmal dargestellt.

**Tabelle 5: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Immobilienarten**<sup>925</sup>

Eigenschaft Immobilienart	Baulich und technische Komplexität	Komplexität des Betriebes	Erfordernis von Spezial- Know-how	Spezifität - Drittver- wendungs- fähigkeit	erforderlicher Gestaltungs- rahmen
PPP-Verwaltungs- immobilie	Gering	Gering	Gering	Gering	<b>Gering</b>
PPP-Schulimmobilie	Gering	Gering	Gering	Gering	<b>Gering</b>
Nicht-hochtechnische PPP- Hochschulimmobilie	Mittel	Mittel	Mittel	Mittel	<b>Mittel</b>
Hochtechnische PPP- Hochschulimmobilie	Hoch	Hoch	Hoch	Hoch	<b>Hoch</b>
Freizeit- und Kulturimmobilie	Mittel	Mittel	Mittel	Mittel	<b>Mittel</b>
Nicht-hochtechnische PPP-Gesundheits- immobilie	Mittel	Mittel	Mittel	Mittel	<b>Mittel</b>
Hochtechnische PPP- Gesundheitsimmobilie	Hoch	Hoch	Hoch	Hoch	<b>Hoch</b>
PPP- Sicherheitsimmobilie	Mittel	Hoch	Mittel	Hoch	<b>Mittel-Hoch</b>
Sonstige PPP- Immobilien	Mittel	Mittel	Mittel	Mittel	<b>Mittel</b>

<sup>925</sup> Eigene Darstellung.

#### 4.4 Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt

Für Investoren bestehen grundsätzlich verschiedene Möglichkeiten des Engagements bzw. Handlungsoptionen auf dem PPP-Markt. Zum einen kann ein Investor selbst als PPP-Projektentwickler, d.h. als privater Auftragnehmer des PPP-Vertrages, tätig werden und PPP-Kompetenzen im eignen Unternehmen aufbauen. Zum anderen kann er aber auch eine Kooperation mit einem im PPP-Markt erfahrenen Unternehmen eingehen und in einem Konsortium als Teil einer privaten Auftragnehmergesellschaft auftreten. Des Weiteren sind reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften oder indirekte Beteiligungen über Anlagevehikel denkbar.<sup>926</sup>

Diese vier genannten Handlungsoptionen werden im Folgenden hinsichtlich verschiedener Kriterien näher betrachtet. Dazu zählen:

- Umfang und Komplexität der Leistungserbringung durch den Investor,
- Aufbau von Ressourcen und Kompetenzen,
- Erfordernis von Spezial-Know-how und
- Unternehmerisches Risiko des Immobilieninvestors.

Aus der Analyse wird dann für jede PPP-Handlungsoption eines Investors der **erforderliche Gestaltungsrahmen** abgeleitet. Damit werden diese klassifiziert und mittels qualitativer Begriffe in eine ordinale Reihenfolge gebracht.<sup>927</sup>

##### 4.4.1 Eigene PPP-Projektentwicklung durch den Investor

Eine Handlungsoption bzw. Form des Engagements für Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt besteht darin, allein als PPP-Projektentwickler und damit als privater Auftragnehmer, d.h. Hauptauftragnehmer auf der ersten Ebene, eines PPP-Vertrages mit der öffentlichen Hand aufzutreten.<sup>928</sup>

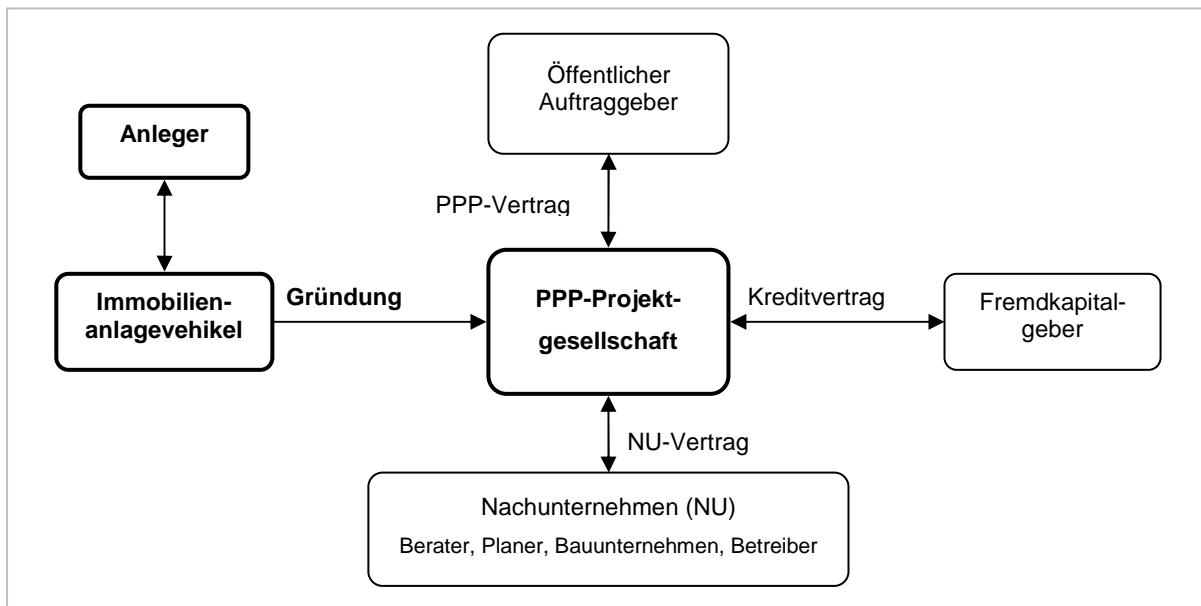
Die Struktur der eigenen PPP-Projektentwicklung durch den Investor wird in der folgenden Abbildung dargestellt.

---

<sup>926</sup> In Anlehnung an: Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 236; Bone-Winkel / Fischer, Leistungsprofil und Honorarstruktur, 2002, S. 611f. Eine weitere Strategie ist die Übernahme eines Unternehmens, die hier jedoch nicht betrachtet wird.

<sup>927</sup> Siehe dazu in der Einführung zu Kapitel 4.

<sup>928</sup> In der Praxis wird i.d.R. eine PPP-Projektgesellschaft gegründet, die dann privater Partner der öffentlichen Hand wird.



**Abbildung 18: Eigene PPP-Projektentwicklung durch den Investor<sup>929</sup>**

Bei einem solchen Engagement entscheidet sich der Investor dafür, die Durchführung bzw. Entwicklung von PPP-Projekten als neues strategisches Geschäftsfeld seines Unternehmens zu etablieren. Dies erfordert i.d.R. die Integration der Projektentwicklungsleistung in das Unternehmen<sup>930</sup> durch **Aufbau von eigenen Ressourcen**, d.h. erfahrenem Personal und einer entsprechenden Unternehmensinfrastruktur.<sup>931</sup> Dabei kann es bspw. sinnvoll sein, eine eigenständige Tochtergesellschaft zu gründen, die unter eigenem Namen mit dem Branding PPP als Bieter auf dem Markt agiert. Vor einer solchen strategischen Entscheidung sind zahlreiche Analysen notwendig, z.B. der Leistungsfähigkeit und des Gestaltungsrahmens des Unternehmens selbst, des Unternehmensumfelds und möglicher Wettbewerber sowie Marktanalysen.<sup>932</sup>

Tritt der Investor selbst als PPP-Projektentwickler und privater Auftragnehmer auf, ist er allein für die **Erbringung aller Leistungen** der PPP-Wertschöpfungskette, insbesondere der PPP-Projektentwicklung, verantwortlich. Zu den Leistungen im PPP-Projektentwicklungs- bzw. Wertschöpfungsprozess gehört zunächst die Erstellung des PPP-Teilnahmeantrages und eines PPP-Angebotes in der Angebotsphase. Erhält der Investor als Bieter den Zuschlag, gründet er i.d.R. eine PPP-Projektgesellschaft als 100%ige Tochtergesellschaft, die privater Auftragnehmer des PPP-Vertrages und alleiniger Ansprechpartner für den öffentlichen Auftraggeber ist.

<sup>929</sup> Eigene Darstellung.

<sup>930</sup> Eine Integration der Projektentwicklungsleistung ist nach Williamson dann sinnvoll, wenn die Koordinationskosten für die Beschaffung der Leistung am Markt zu hoch sind. Für eine ausführliche Diskussion siehe z.B. bei: Williamson, Vertical Integration, 1971. Dieses Argument kann man auch auf die Frage anwenden, bei welcher Form von PPP-Projekten eher eine Integration oder eine Marktlösung zu bevorzugen ist. Vgl. Fischer, PPP – Value Management Ansatz, 2008, S. 52f.

<sup>931</sup> In Anlehnung an: Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 237f; Schulte / Walbröhl, Immobilien Asset Management, 2002, S. 663; Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 37f.

<sup>932</sup> Siehe hierzu z.B. bei: Porter, Wettbewerbsstrategie, 1997; Porter, Wettbewerbsvorteile, 2000.

Diese Projektgesellschaft erwirbt dann entsprechend des gewählten PPP-Vertragsmodells<sup>933</sup> Eigentum, Erbbaurecht oder Nießbrauchrecht an Grundstück oder Immobilie und erbringt gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber die im PPP-Vertrag vereinbarten Leistungen der Planungs-, Bau- und Betriebsphase.<sup>934</sup> Die Durchführung der PPP-Projektentwicklung und das alleinige Auftreten als privater Auftragnehmer gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber erfordert einen hohen Grad an spezifischem **PPP-Know-how**, da der Investor hier auch das volle **unternehmerische Risiko** trägt.

Theoretisch kann der Investor auch direkt ohne Zwischenschaltung einer Projektgesellschaft Eigentum, Erbbaurecht oder Nießbrauchrecht erwerben. Bei den meisten Unternehmen sprechen jedoch bilanzielle Gründe für eine Auslagerung in eine Projektgesellschaft. Des Weiteren ermöglicht die Gründung einer Projektgesellschaft die Haftungsbeschränkung der Gesellschafter auf die Assets der Projektgesellschaft.

Die eigene PPP-Projektentwicklung ist durch eine hohe **Komplexität** gekennzeichnet. Der Immobilieninvestor ist hier zum einen Agent in der PA-Beziehung, die durch die Delegation der Kapitalanlage durch den Anleger als Prinzipal entsteht. Zum anderen delegiert der öffentliche Auftraggeber als Prinzipal Planung, Bau, Finanzierung und Betrieb an den Investor, der wiederum die Rolle des Agenten einnimmt. Weitere Delegationsbeziehungen bestehen zu den Nachunternehmern und auch zu den Fremdkapitalgebern. Die in diesen Beziehungen aufgrund von Informationsasymmetrien und möglichem opportunistischen Verhalten bestehenden Prinzipal-Agent-Probleme müssen durch die entsprechende Ausgestaltung der Beziehung und der Verträge minimiert werden.

Die operativen Leistungen der Planungs- und Bauphase des PPP-Projektes werden von einem Immobilieninvestor i.d.R. über den Markt eingekauft, d.h. an spezialisierte Nachunternehmer vergeben. Bei der Planung kann es je nach Anforderung des Projektes erforderlich sein, Architekten als Dienstleister einzubinden. Mit dem Bau werden i.d.R. Generalunternehmer oder einzelne Nachunternehmer beauftragt. Auch Leistungen der Betriebsphase, wie z.B. die Reinigung oder Cateringleistungen, werden nicht vom Investor selbst erbracht, sondern können ebenfalls über Dienstleistungsverträge an Nachunternehmer vergeben werden.<sup>935</sup> Im Betrieb ist dies vor allem aufgrund der regionalen Verwurzelung der Nachunternehmer und der damit in Zusammenhang stehenden kurzen Reaktionszeiten sinnvoll.

Der Immobilieninvestor übernimmt bei der Beauftragung von Nachunternehmen die vollständige Steuerung, Koordination und Überwachung aller Beteiligten und das Schnittstellenmanagement zwischen den Planungs- und Bauleistungen sowie den Leistungen in der Betriebsphase. Auch hierfür ist besonderes Know-how erforderlich, da der Investor als privater Partner die alleinige Verantwortung gegenüber dem öffentlichen Auftraggeber trägt. Weil er nur bei vertragskonformer Leistungserbringung eine Vergütung erhält, trägt er das volle unternehmerische Risiko.

---

<sup>933</sup> Siehe dazu in Kapitel 4.1.

<sup>934</sup> Eine ausführliche Beschreibung des PPP-Wertschöpfungsprozesses findet sich in Kapitel 4.2.

<sup>935</sup> So haben sich auch die größeren der auf dem deutschen PPP-Markt tätigen Bau- und FM-Unternehmen positioniert.

Eine weitere Möglichkeit der operativen Leistungserbringung ist die vertikale Integration, d.h. die Akquisition von Planungs-, Bau- oder FM-Unternehmen, entlang der PPP-Wertschöpfungskette durch den Immobilieninvestor. Dadurch lassen sich durch die Internalisierung der Leistung Transaktionskosten minimieren, wenn die Kosten der hierarchischen Organisation geringer sind als die Koordination mittels Verträgen bzw. über den Markt. Diese Form der Leistungserbringung ist dann sinnvoll, wenn die Vielfalt der Schnittstellen und die Komplexität der Marktlösung sehr hoch sind und somit hohe Transaktionskosten verursachen.<sup>936</sup>

- Für die eigene PPP-Projektentwicklung eines Immobilieninvestors ist umfassendes PPP-Projektentwicklungs-Know-how sowie der Aufbau von Ressourcen, wie Unternehmensinfrastruktur und Personal, erforderlich. Diese Form des Engagements eines Immobilieninvestors auf dem PPP-Markt ist hochkomplex und mit hohen unternehmerischen Risiken verbunden ist. Daher ist auch der **erforderliche Gestaltungsrahmen** dieser Handlungsoption als groß einzuschätzen.

#### 4.4.2 PPP-Projektentwicklung in Kooperation

Eine weitere Möglichkeit für ein Engagement von Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt besteht darin, eine PPP-Projektentwicklung nicht allein und mit eigenem Kompetenzaufbau vorzunehmen, sondern PPP-Know-how und Projektentwicklungskompetenzen zuzukaufen bzw. im Rahmen einer Kooperation für das Unternehmen nutzbar zu machen. Die Struktur dieser Handlungsoption eines Investors ist in der folgenden Abbildung dargestellt.

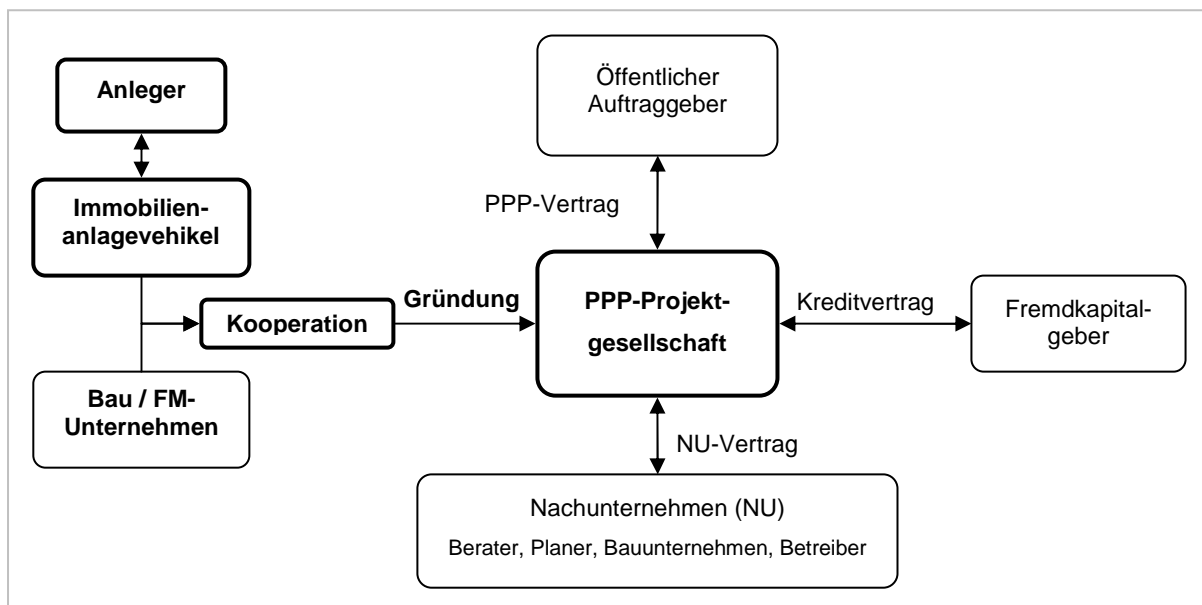


Abbildung 19: PPP-Projektentwicklung in Kooperation<sup>937</sup>

<sup>936</sup> Vgl. Schulte / Schäfers, Immobilien-Banking, 2002, S. 39. Für eine detaillierte Diskussion siehe z.B. Williamson, Vertical Integration, 1971.

<sup>937</sup> Eigene Darstellung.



Kooperationen sind zeitlich befristete oder unbefristete Vereinbarungen zwischen Unternehmen, die über normale Geschäftsbeziehungen hinausgehen, aber i.d.R. keine Akquisitionen von Unternehmen darstellen. Durch Kooperation werden die individuellen Stärken der Unternehmen vereint, um gemeinsam Wettbewerbsvorteile zu realisieren und Erfolgspotentiale in einem bestimmten Geschäftsfeld zu sichern. Dabei können unterschiedliche Formen der Zusammenarbeit vereinbart werden. Sie reichen von projektbezogener Kooperation als Konsortium zur gemeinsamen Realisierung eines Projektes bis hin zur Schließung eines Kooperationsvertrages, was letztendlich in der Gründung einer eigenständigen Gesellschaft münden kann.<sup>938</sup>

Bei einer Kooperation über ein **Konsortium** verpflichten sich die beteiligten Unternehmen, deren wirtschaftliche und rechtliche Selbständigkeit erhalten bleibt, zumeist ein Projekt gemeinschaftlich durchzuführen, wobei jedes Unternehmen seine spezifischen Kompetenzen einbringt.<sup>939</sup>

Bei der Vereinbarung eines **Kooperationsvertrages** bleiben die einzelnen Unternehmen ebenfalls selbständig. Im Unterschied zum Konsortium wird eine langfristige Vereinbarung zur Zusammenarbeit der beiden Unternehmen getroffen. Auch hier erbringt jeder der Kooperationspartner weiterhin die Leistungen, die zu seinen Kernkompetenzen zählen.<sup>940</sup>

Unter einem **Joint Venture**<sup>941</sup> versteht man die Gründung eines gemeinschaftlichen Unternehmens durch die Kooperationspartner zur gemeinsamen Durchführung von bestimmten Projekten.<sup>942</sup> Das neue Unternehmen, an dem beide Partner meist zu etwa gleichen Teilen mit Kapital beteiligt sind, ist rechtlich selbständig. Es handelt sich dabei um eine sehr enge Form der Zusammenarbeit.<sup>943</sup>

Kooperationen sind aufgrund von asymmetrischer Informationsverteilung, begrenzter Rationalität und möglichem opportunistischen Verhalten der Vertragspartner mit Unsicherheiten und somit mit Transaktionskosten verbunden. Daher sollten Investoren bei einer Kooperation darauf achten, dass der Partner ebenfalls eine gewisse bindende Verpflichtung eingeht. Es ergeben sich jedoch aufgrund des mehr oder weniger starken wechselseitigen Abhängigkeitsverhältnisses Vorteile für beide Partner, d.h. mögliche Kooperationsgewinne stellen einen Anreiz für beiderseitige Vertragserfüllung dar. Diese bestehen vor allem in der Nutzung von Synergien und der Verringerung der mit einem PPP-Projekt verbundenen Risiken, da diese entsprechend der Kompetenzen auf einzelne Kooperationspartner verteilt werden.<sup>944</sup>

<sup>938</sup> Vgl. Backhaus / Piltz, Strategische Allianzen, 1990, S. 2.; Porter, Wettbewerbsvorteile, 2000, S. 91f. Porter bezeichnet Kooperationen als Koalitionen oder strategische Allianzen.

<sup>939</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 182.

<sup>940</sup> Vgl. Bone-Winkel / Fischer, Leistungsprofil und Honorarstruktur, 2002, S. 658.

<sup>941</sup> Im angloamerikanischen Sprachgebrauch fasst man den Begriff Joint Venture weiter und zählt dazu jede Art der Zusammenarbeit zwischen Unternehmen. Vgl. Balling, Kooperation, 1997, S. 20.

<sup>942</sup> Teilweise werden Joint Venture aber auch nicht mehr als strategische Allianz bezeichnet, da es zur Gründung eines neuen Unternehmens kommt. Vgl. Porter, Wettbewerbsvorteile, 2000, S. 91f.

<sup>943</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 181f.

<sup>944</sup> Vgl. Backhaus / Plinke, Veränderte Wettbewerbsstrukturen, 1990, S. 23; Picot / Dietl / Franck, Organisation, 1997, S. 175ff; Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 246f; Porter, Wettbewerbsvorteile, 2000, S. 91f.

Immobilieninvestoren können bei einer PPP-Projektentwicklung in Kooperation mit einem Bau- oder Betreiberunternehmen ihre spezifischen Finanzierungs- und auch Immobilienkompetenzen bereits im PPP-Vergabeverfahren, d.h. bei der Erstellung des Teilnahmeantrages und insbesondere des PPP-Angebots, einbringen. Dafür ist es i.d.R. nur begrenzt notwendig, umfangreiche neue **Ressourcen aufzubauen**. Die Investoren profitieren von den PPP-Erfahrungen und Kompetenzen der kooperierenden Unternehmen, ihrer Bekanntheit im Markt und ggf. von der regionalen Verwurzelung. Auch das von den Partnern aufgebaute Personal mit jeweils spezifischen Kompetenzen sowie die etablierte Unternehmensinfrastruktur werden in einer Kooperation zum beiderseitigen Vorteil vereint.

Nach Zuschlagserteilung werden die Immobilieninvestoren dann Gesellschafter der PPP-Projektgesellschaft und stellen u.a. das für die Realisierung des Projektes benötigte Eigenkapital zur Verfügung. Sie können sich auch direkt an der operativen Leistungssteuerung, bspw. von Nachunternehmen, beteiligen oder spezifisches Know-how in die Leistungserbringung einbringen, z.B. Finanzierungskompetenzen bei einer möglichen Restrukturierung der Finanzierung.

Die Kooperationspartner tragen bei dieser Form der Zusammenarbeit gemeinsam das **unternehmerische Risiko** der Leistungserbringung an den öffentlichen Auftraggeber. Daher ist die PPP-Projektentwicklung in Kooperation vergleichsweise weniger **komplex** und für den Immobilieninvestor ist weniger **Spezial-know-how** erforderlich, als wenn er die PPP-Projektentwicklung in alleiniger Verantwortung vornimmt. Die operativen Leistungen der einzelnen PPP-Wertschöpfungsphasen werden auch hier, wie bei der eigenen PPP-Projektentwicklung, i.d.R. an Nachunternehmen vergeben.<sup>945</sup>

Grundsätzlich ist auch ein späterer Eintritt in die PPP-Projektgesellschaft, z.B. in der Betriebsphase, als Kooperation möglich. Im Gegensatz zur reinen Kapitalbeteiligung<sup>946</sup> kann ein Immobilieninvestor hier Leistungen des Immobilienbetriebes, z.B. das kaufmännische Facility Management, oder auch die operative Steuerung der Betriebsleistungen übernehmen. Zur Vermeidung von möglichem opportunistischem Verhalten sollte der Investor darauf achten, dass der ursprüngliche PPP-Partner, zumeist Bau- oder Betreiberunternehmen, mit einem gewissen Eigenkapitalanteil an der Projektgesellschaft beteiligt ist bzw. bleibt. Eine solche Bindung des Kooperationspartners stellt einen Anreiz für eine vertragsgerechte Leistungserfüllung dar.

Des Weiteren sollte für einen möglichen Eintritt eines Investors in der Betriebsphase diese Option bereits im PPP-Vertrag verankert werden, da sich der öffentliche Auftraggeber hier i.d.R. Mitspracherechte einräumen lässt. Dabei wird hier auch festgelegt, dass die originären Gesellschafter mit einem gewissen Eigenkapitalanteil an der PPP-Projektgesellschaft beteiligt bleiben. So kann sowohl aus Sicht des öffentlichen Auftraggebers als auch aus Sicht des Investors mögliches opportunistisches Verhalten der Gesellschafter in der Bauphase, z.B. schlechte Bauqualität, verhindert werden.

Insgesamt resultieren aus einer Kooperation Wettbewerbsvorteile für beide Unternehmen. Diese ergeben sich aus dem gemeinsamen Kompetenzerwerb, der beiderseitigen Leistungs- und Kapitalaufbringung und der Teilung von Risiken. Dabei muss jedoch nicht in das jeweilige Kerngeschäftsfeld des anderen Unternehmens vorgedrungen werden.

---

<sup>945</sup> Siehe dazu in Kapitel 4.4.1.

<sup>946</sup> Siehe dazu in Kapitel 4.2.3.

- Investoren müssen bei einer Kooperation mit einem erfahrenen PPP-Projektentwickler selbst über weniger PPP-Know-how verfügen und weniger Ressourcen, sei es Personal oder Infrastruktur, aufbauen, als dies bei der eigenen PPP-Projektentwicklung notwendig ist. Die Komplexität ist geringer und das unternehmerische Risiko, das mit einer solchen Investition einhergeht, wird zwischen den privaten Kooperationspartnern geteilt. Daher ist der **erforderliche Gestaltungsrahmen** geringer als bei einer PPP-Projektentwicklung, die ein Investor im Alleingang ohne Partner vornimmt. Er wird hier insgesamt als mittel eingeschätzt.

#### 4.4.3 Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft

Die Kapitalbeteiligung, d.h. die Übernahme gesellschaftsrechtlicher Anteile einer PPP-Projektgesellschaft, ist eine weitere wichtige Handlungsoption für Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt.<sup>947</sup> Grundsätzlich sind die Möglichkeiten der Gestaltung der Rolle, die ein Investor bei einer Beteiligung einnimmt, sehr vielfältig. Sie hängen davon ab, ob der Investor sich unternehmerisch beteiligen will oder ob er als reiner Finanzinvestor agieren und sich auf die Überwachung und auf Informationsrechte beschränken will. Im Folgenden wird davon ausgegangen, dass sich ein Investor bei einer reinen Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft nicht operativ in die Projektabwicklung einbringt, sondern sich auf seine Rolle als reiner Kapitalgeber beschränkt.<sup>948</sup>

Die Struktur einer reinen Kapitalbeteiligung eines Investors wird in der folgenden Abbildung dargestellt.

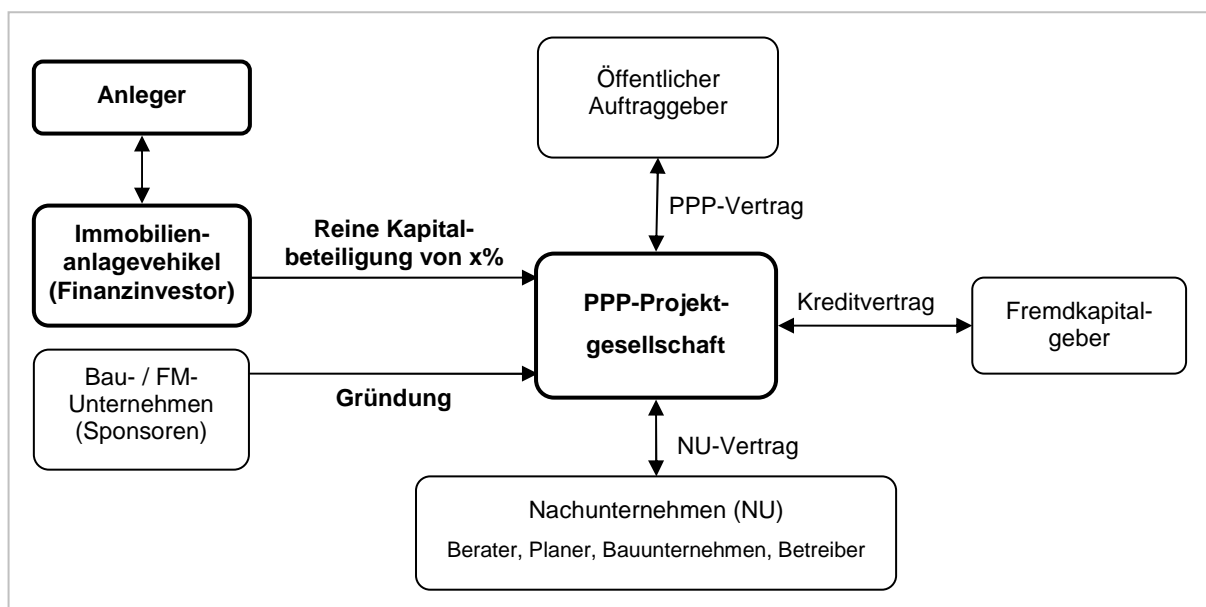


Abbildung 20: Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft<sup>949</sup>

<sup>947</sup> Vgl. Picot / Dietl / Franck, Organisation, 2008, S. 183.

<sup>948</sup> Die Möglichkeit der unternehmerischen Beteiligung wurde in Kapitel 4.2.2. als PPP-Projektentwicklung in Kooperation behandelt. Investoren die sich operativ in das PPP-Geschäft einbringen wollen, können darüber hinaus auch allein als PPP-Projektentwickler agieren. Siehe dazu Kapitel 4.2.1.

<sup>949</sup> Eigene Darstellung.

Ein Immobilieninvestor kann bei einer Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft Eigen-, Mezzanine- oder auch Fremdkapital zur Verfügung stellen. Zudem werden die Investoren entsprechend ihrer Strategie und der Erfordernis von Kapital zu unterschiedlichen Zeitpunkten, z.B. nach dem Teilnahmewettbewerb in der Angebotsphase, bei Baubeginn oder erst in der Betriebsphase, in den Wertschöpfungsprozess einbezogen.

Die **Kompetenzen**, die ein Investor bei einer Kapitalbeteiligung mitbringen muss, beschränken sich auf die Prüfung und Überwachung der Beteiligung. Diese Form der Anlage ermöglicht eine Trennung von renditeorientierten Zielen und materiellen Interessen. Sie eignet sich für Finanzinvestoren, bei denen die Erzielung einer angemessenen Rendite im Mittelpunkt ihrer Investition steht und die kein Interesse an der PPP-Immobilie und deren materiellen Bedingungen haben.

Beteiligt sich ein Investor mit Kapital an einer Gesellschaft, tritt eine Prinzipal-Agent-Beziehung zwischen dem Kapitalgeber als Prinzipal, in diesem Fall dem Immobilieninvestor, und dem Kapitalnehmer als Agent, hier der PPP-Projektgesellschaft bzw. den Gesellschaftern, ein. Der Grad der Unsicherheit, die aufgrund von Informationsasymmetrien, begrenzter Rationalität und der Annahme opportunistischen Verhaltens besteht, ist von der Kapitalform abhängig. Die Kapitalform determiniert, ob der Investor in die Geschäftsführung der Projektgesellschaft eingebunden sein wird, ob er Vertretungsmacht übertragen bekommt und in welchem Umfang er haftet. Sie bestimmt auch, ob und in welcher Form der Kapitalgeber am Gewinn beteiligt wird und über welche Informations- und Kündigungsrechte sowie Exitmöglichkeiten er verfügt.<sup>950</sup>

Bei einer **Beteiligung mit Eigenkapital** erwirbt der Investor zumeist neben anderen Anteilseignern Anteile an der Gesellschaft. Grundsätzlich besteht der Vorteil einer solchen Beteiligung darin, dass so das aufzubringende Eigenkapital auf mehrere Gesellschafter verteilt werden kann, was zu einem geringeren Betrag für den einzelnen Investor führt. So können auch besonders große Investitionen finanziert werden.<sup>951</sup> Eine Beteiligung mit Eigenkapital ist jedoch relativ komplex. Sie geht aufgrund der Ausgestaltung der Finanzierungsform Eigenkapital<sup>952</sup> mit einer vergleichsweise großen Unsicherheit für den Investor als Kapitalgeber einher. Daher ist die Eigenkapitalbeteiligung durch den für Kapitalbeteiligungen größten erforderlichen Gestaltungsrahmen charakterisiert. Der Investor sollte demnach bei einer Beteiligung mit Eigenkapital an einer PPP-Projektgesellschaft über einen größeren definierten Gestaltungsrahmen verfügen, als dies bei der Beteiligung mit anderen Kapitalformen erforderlich ist.

Eine weitere Möglichkeit ist die **Beteiligung** des Investors mit **eigenkapitalähnlichem Mezzanine-Kapital**. Dieses kann z.B. in Form von atypischen stillen Beteiligungen, partiarischen Darlehen oder Genussscheinen der PPP-Projektgesellschaft zur Verfügung gestellt werden.<sup>953</sup> Die mit den spezifischen Kapitalformen einhergehende Ausgestaltung der Kapitalüberlassung bestimmt die Komplexität und die Unsicherheit des Kapitalgebers und damit den erforderlichen Gestaltungsrahmen. Die Vergabe von eigenkapitalähnlichem

---

<sup>950</sup> Siehe ausführlich in Kapitel 2.1.5.

<sup>951</sup> In Anlehnung an: Schulte / Walbröhl, Immobilien Asset Management, 2002, S. 663. Bei 100%igen Beteiligungen ist eine Verteilung nicht gegeben.

<sup>952</sup> Siehe Kapitel 2.1.5.2 und zu den Eigenkapitalformen 2.3.3.2.

<sup>953</sup> Siehe dazu ausführlich in Kapitel 2.3.3.3.

Mezzanine-Kapital ist relativ komplex und geht mit einer mittleren Unsicherheit für den Kapitalgeber, also den Immobilieninvestor, einher. Die Vergabe von Mezzanine-Kapital erfordert einen innerhalb der betrachteten Formen von Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen.

**Beteiligungen über fremdkapitalähnliche Mezzanine-Instrumente**, wie nachrangige festverzinsliche Darlehen und typische stille Beteiligungen, gehen im Vergleich zu den eigenkapitalähnlichen Kapitalformen mit noch einmal geringerer Komplexität einher.<sup>954</sup> Die Unsicherheit des Investors als Kapitalgeber ist hier geringer, weshalb die Vergabe von fremdkapitalähnlichem Mezzanine-Kapital an die PPP-Projektgesellschaft einen geringeren Gestaltungsrahmen von einem Immobilieninvestor erfordert als die Vergabe von eigenkapitalähnlichem Mezzanine-Kapital.

Die **Beteiligung mit Fremdkapital** an einer PPP-Projektgesellschaft ist die am wenigsten komplexe Form der Kapitalbeteiligung und geht aufgrund der sehr starren Regelungen hinsichtlich der Zahlungsansprüche mit einer vergleichsweise geringen Unsicherheit für den Kapitalgeber einher. Daher erfordert die Vergabe von Fremdkapital an eine PPP-Projektgesellschaft den im Vergleich zu anderen Formen der Kapitalbeteiligung geringsten Gestaltungsrahmen von einem Immobilieninvestor.<sup>955</sup>

Des Weiteren kann man zwischen Mehrheits- und Minderheitsbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften unterscheiden. Der Vorteil der Mehrheitsbeteiligung besteht darin, dass der Investor die Wertschöpfung aktiv steuern kann, da er über ausreichend Mitspracherechte verfügt.<sup>956</sup> Dabei sollte der Investor jedoch darauf achten, dass er nicht alleiniger Eigenkapitalgeber der PPP-Projektgesellschaft ist, um auch bei den anderen Gesellschaftern Anreize für eine vertragskonforme Leistungserbringung zu garantieren. Bei einer Minderheitsbeteiligung bestehen kaum Einflussrechte des Kapitalgebers. Es werden hier finanzierungsähnliche Vereinbarungen getroffen, die z.B. in der Höhe fixierte Ausschüttungen an den Anteilseigner der Projektgesellschaft vorsehen.<sup>957</sup> Daher ist der erforderliche Gestaltungsrahmen bei einer Mehrheitsbeteiligung höher als bei einer Minderheitsbeteiligung.

Grundsätzlich ist zu beachten, dass sich der öffentliche Auftraggeber bezüglich einer Änderung der Gesellschafterstruktur der PPP-Projektgesellschaft, z.B. in der Betriebsphase, regelmäßig Mitspracherechte im PPP-Vertrag einräumen lässt. Daher sollte eine Möglichkeit zur späteren Übernahme von Anteilen an einer Projektgesellschaft, z.B. durch einen offenen Immobilienfonds, bereits im PPP-Vertrag vereinbart werden. Dabei ist zu empfehlen, den Käufer der Anteile bereits in der Angebotsphase festzulegen. Hier sollte auch vereinbart werden, dass die ursprünglichen Gesellschafter ebenfalls mit einem gewissen Eigenkapitalanteil an der PPP-Projektgesellschaft beteiligt bleiben, um Prinzipal-Agent-Probleme, insbesondere opportunistisches Verhalten der Gesellschafter in der Bauphase zu verhindern, das sich in verringerter Bauqualität widerspiegeln kann.

---

<sup>954</sup> Siehe Kapitel 2.1.5.3 und zu den Formen von Mezzanine-Kapital 2.3.3.3.

<sup>955</sup> Siehe Kapitel 2.1.5.3 und zu Fremdfinanzierungsformen 2.3.3.1.

<sup>956</sup> Vgl. Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 37f.

<sup>957</sup> In Anlehnung an: Schulte / Walbröhl, Immobilien Asset Management, 2002, S. 663.

- Grundsätzlich wird festgehalten, dass eine reine Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft wesentlich weniger komplex ist als eine PPP-Projektentwicklung. Sie erfordert einen sehr geringen Grad an Projektentwicklungskompetenzen und der Aufbau von zusätzlichen Ressourcen durch den Investor ist nicht notwendig. Daher ist der **erforderliche Gestaltungsrahmen** einer Kapitalbeteiligung gering. Im Rahmen der Kapitalbeteiligung lässt sich noch einmal nach Kapitalarten unterscheiden. Die Reihung nach dem erforderlichen Gestaltungsrahmen ist hier Eigenkapital (gering) > Mezzanine-Kapital (geringer) > Fremdkapital (am geringsten).

#### 4.4.4 Indirekte Beteiligung über Immobilienanlagevehikel

Für institutionelle Investoren, wie z.B. Versicherungen und Pensionskassen, aber auch für Immobilienanlagevehikel, die selbst schon ein Instrument der indirekten Immobilienanlage für private Investoren darstellen, kommt auch eine indirekte Anlage in PPP-Projekte in Frage. Diese kann über Immobilienaktien, z.B. REITs, oder bei Versicherungen über eine Anlage in einen offenen PPP-Spezialfonds oder einen geschlossenen Immobilienfonds erfolgen.

Vorteilhaft bei einer Beteiligung über REIT-Aktien sind die hohe Fungibilität aufgrund der Handelbarkeit der Anteile sowie das Vorliegen von Marktpreisen. In etwas eingeschränkter Form trifft dies auch auf offene PPP-Spezialfonds - aufgrund der Rückgabemöglichkeit der Anteile - zu. So können solche Beteiligungen jederzeit verkauft werden und es fallen dabei geringere Transaktionskosten an als beim Verkauf einer direkt gehaltenen Immobilie. Des Weiteren partizipiert der einzelne Investor bei einer indirekten Beteiligung an einem größeren Investitionsvolumen und damit auch einer größeren Zahl von Projekten, wodurch eine bessere Diversifikation der Risiken erzielt werden kann.<sup>958</sup>

Bei einer indirekten Beteiligung kann der Investor auf das immobilienbezogene Know-how, das z.B. REITs besser aufbauen können als andere Immobilienanlagevehikel, zurückgreifen. Daher muss er bei dieser Form des Engagements auf dem PPP-Markt, die eine wesentlich geringere **Komplexität** aufweist als die anderen PPP-Handlungsoptionen, keine eigenen **Ressourcen** für die PPP-Projektentwicklung aufbauen. Sie können sich damit auf das Controlling der Anlage, was bei vielen Investoren Kerngeschäft ist, beschränken. Der Zugang zum PPP-Markt, der erhebliches **Spezial-Know-how** erfordert, wird dadurch für Investoren erleichtert. Des Weiteren sind die Gebühren für das Management des Immobilienanlagevehikels meist geringer als das Vorhalten von Personal und Ressourcen zur eigenen Projektentwicklung.<sup>959</sup>

Indirekte Beteiligungen eignen sich insbesondere für Bereiche, in die ein Investor mit seinen im Unternehmen vorhandenen Ressourcen nicht in anderer Form, z.B. über eine PPP-Projektentwicklung, sei es allein oder in Kooperation, oder eine Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft, investieren kann.<sup>960</sup>

---

<sup>958</sup> Vgl. Schulte / Walbröhl, Immobilien Asset Management, 2002, S. 664; Nack, Direkte vs. indirekte, 2007, S. 149f.

<sup>959</sup> Vgl. Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 182; Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356; Nack, Direkte vs. indirekte, 2007, S. 150f.

<sup>960</sup> Vgl. Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 39.

Auch bei dieser Art der Beteiligung entstehen neue Prinzipal-Agent-Beziehungen und die damit einhergehenden Probleme durch Informationsasymmetrie, begrenzte Rationalität und opportunistisches Verhalten. Diese PA-Probleme werden wiederum durch den definierten Gestaltungsrahmen, über den die verschiedenen Anlagevehikel, wie z.B. REITs, verfügen, determiniert.<sup>961</sup>

- Die indirekte Beteiligung ist durch einen im Vergleich zu anderen Handlungsoptionen sehr geringen **erforderlichen Gestaltungsrahmen** gekennzeichnet. Sie ist wenig komplex und erfordert weder Spezial-Know-how noch den Aufbau von zusätzlichen Ressourcen, da im Rahmen der indirekten Anlage auf die Kompetenzen des Anlagevehikels zurückgegriffen werden kann.

#### 4.4.5 Zusammenfassung

Die folgende Abbildung fasst noch einmal die Eigenschaften der analysierten Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt zusammen und stellt den jeweils erforderlichen Gestaltungsrahmen dar.

**Tabelle 6: Übersicht über die Eigenschaften der PPP-Handlungsoptionen**<sup>962</sup>

Art des Engagement Eigenschaften	Eigene PPP-Projekt-entwicklung	PPP-Projekt-entwicklung in Kooperation	Kapitalbeteiligung an PPP-Projekt-gesellschaft	Indirekte Beteiligung an Immobilien-anlagevehikel
Aufbau von eigenen Ressourcen	Hoch	Mittel	Gering	Sehr gering
Komplexität der Leistungserbringung	Hoch	Mittel	Gering	Sehr gering
Erfordernis von Spezial-Know-how	Hoch	Mittel	Gering	Sehr gering
Unternehmerisches Risiko	Hoch	Mittel	Gering	Sehr gering
<b>Erforderlicher Gestaltungsrahmen</b>	<b>Hoch</b>	<b>Mittel</b>	<b>Gering</b>	<b>Sehr gering</b>

<sup>961</sup> Die Ausgestaltung des definierten Gestaltungsrahmens der einzelnen Immobilienanlagevehikel wird in Kapitel 3 ausführlich erläutert.

<sup>962</sup> Eigene Darstellung.

## 4.5 Zusammenfassung des vierten Kapitels

In Kapitel 4 wurden die erforderlichen Gestaltungsrahmen der verschiedenen Dimensionen eines PPP-Projektes, die dessen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen bestimmen, untersucht.

Die Analyse der **PPP-Vertragsmodelle** ergab, dass das PPP-Inhaber- und das PPP-Erwerbermodell einen geringen Gestaltungsrahmen von einem Investor erfordern. Das PPP-FM-Leasingmodell und das PPP-Vermietungsmodell weisen innerhalb dieser Ordnung einen mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen auf. Das PPP-Konzessionsmodell verfügt über den vergleichsweise größten erforderlichen Gestaltungsrahmen.

Als Ergebnis der Analyse der **PPP-Wertschöpfungsphasen** wurde gezeigt, dass der erforderliche Gestaltungsrahmen in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase als groß einzuschätzen ist. In der Inbetriebnahmephase ist der erforderliche Gestaltungsrahmen innerhalb dieser Kategorisierung mittel, während er in der Betriebsphase gering ist. Wird die Verwertung des PPP-Projektes mit an den privaten Auftragnehmer vergeben, erfordert dies einen mittleren Gestaltungsrahmen.

Die aus der Analyse der **PPP-Immobilienarten** resultierende Klassifizierung ergab, dass PPP-Verwaltungs- und Schulimmobilien einen geringen Gestaltungsrahmen von einem Investor erfordern. Für Investitionen in nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien, PPP-Sicherheitsimmobilien und sonstige PPP-Immobilien ist ein mittlerer Gestaltungsrahmen notwendig. Die Realisierung hochtechnischer PPP-Hochschul- und PPP-Gesundheitsimmobilien erfordert schließlich einen großen Gestaltungsrahmen.

Die Analyse und anschließende Klassifizierung der **Handlungsoptionen eines Investors** auf dem PPP-Markt haben gezeigt, dass eine eigene PPP-Projektentwicklung des Immobilieninvestors durch einen großen erforderlichen Gestaltungsrahmen charakterisiert ist. Werden PPP-Projektentwicklungen jedoch in Kooperation mit einem PPP-erfahrenen Bau- oder Betreiberunternehmen durchgeführt, wird der erforderliche Gestaltungsrahmen als mittel eingeschätzt. Reine Kapitalbeteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft erfordern dagegen innerhalb dieser Ordnung nur einen geringen Gestaltungsrahmen. Dieser ist bei indirekten Beteiligungen, z.B. über Immobilienaktien, noch einmal geringer.

Im folgenden Kapitel 5 werden schließlich die Erkenntnisse der vorangegangenen Kapitel zusammengeführt. Daraus folgend wird ein PPP-Investitionsmodell für jeden der in der Arbeit untersuchten Immobilieninvestoren präsentiert. Dabei werden Handlungsempfehlungen entwickelt, welche der Immobilieninvestoren welche Form der PPP-Investition in welcher PPP-Wertschöpfungsphase und in welche PPP-Projekte vornehmen sollten. Des Weiteren werden auch Gestaltungsempfehlungen zur Verbesserung des rechtlichen Rahmens einiger Instrumente abgeleitet.



---

## 5 Die Rolle der Immobilieninvestoren bei PPP-Investitionen

Grundsätzlich stellen Investitionen in Infrastruktur eine interessante Option für institutionelle Investoren dar. Diese Asset-Klasse korreliert nicht mit anderen Anlageprodukten bzw. Asset-Klassen und die Wertentwicklung verläuft i.d.R. nicht parallel zu Aktien- oder Rentenmärkten. Dabei wird der Begriff Infrastruktur i.d.R. sehr weit gefasst. Demnach fallen z.B. Verkehrsinfrastruktur,<sup>963</sup> Flughäfen,<sup>964</sup> aber auch die Versorgungswirtschaft unter den Begriff Infrastruktur.<sup>965</sup>

PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau werden im Zusammenhang mit Infrastrukturfonds häufig auch als soziale Infrastruktur bezeichnet. Sie unterscheiden sich in ihren Eigenschaften, insbesondere dem Risikoprofil, jedoch wesentlich von den anderen Bereichen der Infrastruktur. So zeichnen sie sich u.a. durch lange Vertragslaufzeiten und stabile, zumeist sichere, auf die gute Bonität der öffentlichen Auftraggeber abgestellte Cashflows aus.<sup>966</sup> PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau gehen im Vergleich zu Projekten in anderen Infrastrukturbereichen mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen einher.

Die Attraktivität der Asset-Klasse Infrastruktur wird auch an der wachsenden Zahl von Infrastrukturfonds deutlich. Infrastrukturfonds werden i.d.R. als geschlossene Private Equity Fonds aufgelegt, wobei sie sich jedoch im Vergleich zu anderen, eher kurzfristig orientierten Private Equity Fonds auch langfristig an Projekten beteiligen. Im Unterschied zu den in dieser Arbeit betrachteten Immobilieninvestoren investieren Infrastrukturfonds jedoch zumeist in wesentlich risikoreichere Bereiche, wie z.B. Häfen, Wasser- und Energieversorgungsunternehmen (z.B. über Aktien) oder Verkehrsinfrastruktur, die einen wesentlich höheren Gestaltungsrahmen erfordern.<sup>967</sup>

Für Investitionen in PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau eignen sich Immobilieninvestoren vor allem aufgrund der bereits vorhandenen Immobilienkompetenzen. Dabei interessieren sie sich jedoch zumeist erst bei fortgeschrittener Marktreife für Investitionen in PPP-Projekte. Dies liegt vor allem darin begründet, dass auf reiferen Märkten die handelnden Akteure überwiegend bekannt sind und sich tragfähige, allgemein akzeptierte Abläufe und Strukturen für die Projektrealisierung herausgebildet haben. In solchen Märkten sind die Projektrisiken weitestgehend transparent und kalkulierbar.<sup>968</sup> In Deutschland zeigen potentielle Investoren derzeit bereits Interesse an Investitionen in PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau.<sup>969</sup>

Dabei steht ein Investor vor folgenden Entscheidungen:

- welche Handlungsoption bzw. Art des Engagements wählt er (siehe Kapitel 4.4),
- in welcher PPP-Wertschöpfungsphase investiert er (siehe Kapitel 4.2),

---

<sup>963</sup> Siehe dazu z.B.: Kohnke, Fernstraßen, 2002; Alfén / Tegner, Autobahn, 2005; Tegner / Wachinger, PPP für Schieneninfrastruktur, 2006.

<sup>964</sup> Siehe dazu z.B.: Meeder, PPP zur Finanzierung von Flughafenprojekten, 2000.

<sup>965</sup> Vgl. Walker, Infrastruktur-Fonds, 2006, S. 32ff.

<sup>966</sup> Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 168.

<sup>967</sup> Zu Infrastrukturinvestitionen siehe z.B. bei: Weber / Alfén / Maser, Infrastrukturinvestitionen, 2008.

<sup>968</sup> Vgl. Weber / Moß / Schwichow, Finanzierung NRW, 2004, S. 29.

<sup>969</sup> Vgl. Boll, Investitionen in PPP-Projekte, 2007. Hier sind insbesondere auch Initiatoren geschlossener Immobilienfonds zu nennen, wie Hannover Leasing oder LHI, die bereits auf dem PPP-Markt aktiv sind.

- welche PPP-Vertragsmodelle (siehe Kapitel 4.1) und
- welche PPP-Immobilienarten (siehe Kapitel 4.3) sind für eine Investition geeignet.

Im folgenden Kapitel wird, aufbauend auf den Analysen der vorangegangenen Kapitel drei und vier, für jeden Immobilieninvestor ein PPP-Investitionsmodell entwickelt, indem Handlungsempfehlungen zu den oben genannten Fragestellungen gegeben und PPP-Investitionsstrategien skizziert werden.

Die Empfehlungen erfolgen aus institutionenökonomischer Perspektive.<sup>970</sup> Demnach bestimmt der **definierte Gestaltungsrahmen** eines Immobilieninvestors, der sich aus dem normierten Handlungsspielraum und der darüber hinausgehenden Ausgestaltung der PA-Beziehung ergibt,<sup>971</sup> dessen Eignung für Investitionen in PPP-Projekte mit einem gewissen **erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen**. Der Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes setzt sich dabei aus den erforderlichen Gestaltungsrahmen der Handlungsoption auf dem PPP-Markt, der PPP-Wertschöpfungsphase, des PPP-Vertragsmodells und der PPP-Immobilienart zusammen.

## 5.1 Die Rolle offener Immobilien-Publikumsfonds bei PPP-Investitionen

Offene Immobilien-Publikumsfonds investieren bisher vorwiegend in Gewerbeimmobilien. PPP-Projekte stellen jedoch aufgrund der Sicherheit und der Langfristigkeit der Einnahmen grundsätzlich eine interessante Investitionsalternative dar. Dabei sollten offene Immobilien-Publikumsfonds in Projekte mit einem geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen investieren. Außerdem wird empfohlen, PPP-Projekte nur in einem begrenzten Umfang beizumischen, um dem sehr geringen definierten Gestaltungsrahmen offener Immobilien-Publikumsfonds<sup>972</sup> gerecht zu werden.

### 5.1.1 PPP-Handlungsoptionen für offene Immobilien-Publikumsfonds

Grundsätzlich kommen verschiedene Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt in Frage, die sich hinsichtlich ihres erforderlichen Gestaltungsrahmens und damit ihrer Eignung für Investitionen von offenen Immobilien-Publikumsfonds unterscheiden.<sup>973</sup>

**Eigene PPP-Projektentwicklungen**, bei denen ein offener Immobilien-Publikumsfonds direkt<sup>974</sup> oder über eine Projektgesellschaft als privater Auftragnehmer auf dem PPP-Markt auftritt, erfordern einen großen Gestaltungsrahmen und spezielles PPP-Know-how seitens eines Investors und sind dabei sehr risikoreich. Aus ökonomischen Gründen ist diese Form

---

<sup>970</sup> Die theoretischen Grundlagen sind in Kapitel 2.1 ausführlich dargelegt.

<sup>971</sup> Siehe dazu in Kapitel 3.

<sup>972</sup> Zur Herleitung des definierten Gestaltungsrahmens offener Immobilien-Publikumsfonds siehe in Kapitel 3.1.

<sup>973</sup> Die Handlungsoptionen werden in Kapitel 4.4 erläutert.

<sup>974</sup> Der direkte Erwerb von Eigentum, Erbbaurecht oder Nießbrauchrechten an PPP-Projekten im Hochbau ist grundsätzlich zulässig, da die Nutzung zu öffentlichen Zwecken der gewerblichen Nutzung gleichgestellt wird und Schulen, Rathäuser bzw. Verwaltungsgebäude und Krankenhäuser als Geschäftsgrundstücke nach § 67 InvG eingeordnet werden können. Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 170.

der Investition in PPP-Projekte weder in der Bau- noch in der Betriebsphase für offene Immobilien-Publikumsfonds geeignet, da diese lediglich über einen sehr geringen definierten Gestaltungsrahmen verfügen und kaum Risiken übernehmen können.

Kapitalanlagegesellschaften haben bisher keine Erfahrungen mit PPP-Projekten gesammelt, da sie sich auf das passive Immobilieninvestment, d.h. Kauf, Verwaltung, Vermietung und Instandhaltung sowie Verkauf der Immobilie, konzentrieren.<sup>975</sup> Zudem scheint zunächst für Kapitalanlagegesellschaften, die sich auf offene Immobilien-Publikumsfonds und damit auf die Verwaltung von Gewerbeimmobilien spezialisiert haben, der Aufbau von eigenen umfassenden PPP-Kompetenzen innerhalb des Unternehmens und die eigene Erbringung von PPP-Leistungen nicht sinnvoll zu sein. Hinzu kommt, dass PPP-Projekte nicht zu den vorwiegenden Anlageobjekten zählen und daher lediglich unter Risikogesichtspunkten beigemischt werden sollten, um die Anleger nicht zu verunsichern.

Auch **PPP-Projektentwicklungen in Kooperation** mit PPP-erfahrenen Bau- oder FM-Unternehmen scheinen für offene Immobilien-Publikumsfonds nicht geeignet zu sein. Diese Form des Engagements, bei der sich ein Immobilieninvestor auch in die Leistungserbringung und -steuerung einbringt und unternehmerische Risiken übernimmt, erfordert einen mittleren Gestaltungsrahmen von einem Investor, über den offene Immobilien-Publikumsfonds jedoch nicht verfügen.

Aus ökonomischer Sicht ist die reine **Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft** eine gut geeignete Form des Engagements offener Immobilien-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt. Sie erfordert einen geringen Gestaltungsrahmen des Investors, da hier lediglich ein Beteiligungscontrolling vorgenommen werden muss. Dabei kann ein offener Immobilien-Publikumsfonds auch Mezzanine-Kapital oder Fremdkapital als Darlehen, die rechtliche Zulässigkeit vorausgesetzt, an die Projektgesellschaft vergeben, da hier der erforderliche Gestaltungsrahmen noch einmal geringer ist als bei einer Beteiligung mit Eigenkapital. Die Kapitalanlagegesellschaft muss jedoch auch bei einer Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft die Funktionsweise von PPP-Projekten verstehen, um Investitionen und die damit verbundenen Risiken entsprechend einschätzen und eine gewisse Überwachung und Kontrolle übernehmen zu können.

Aus rechtlicher Sicht bestehen jedoch Hemmnisse für diese Handlungsoption, da Beteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft laut Investmentgesetz für offene Immobilien-Publikumsfonds nicht zulässig sind. PPP-Projektgesellschaften erfüllen nicht die geforderten Bedingungen, um im Rahmen des Investmentgesetzes als Immobilien-Gesellschaften anerkannt zu werden. Ihr Geschäftszweck besteht im Auftreten als privater Auftragnehmer eines PPP-Projektes und nicht, wie bei Immobilien-Gesellschaften, im indirekten Erwerb einer Immobilie.<sup>976</sup> Die rechtliche Zulässigkeit des Erwerbs einer Beteiligung ist zudem auch Voraussetzung für die Zulässigkeit der Vergabe eines Darlehens durch einen offenen Immobilienfonds.<sup>977</sup>

---

<sup>975</sup> Vgl. Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 237.

<sup>976</sup> Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 170f.

<sup>977</sup> Vgl. § 69 InvG, 2007.

Auf Basis einer rein ökonomischen Analyse wird empfohlen, das Investmentgesetz zu ändern und den Anlagekatalog für offene Immobilien-Publikumsfonds um Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften zu erweitern.<sup>978</sup> Der Erwerb von Beteiligungen sollte jedoch auf die risikoärmere Betriebsphase beschränkt werden. Darüber hinaus sollten Beteiligungen auch nur für PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau zulässig sein, bei denen die Projektgesellschaft keine Auslastungs- bzw. Marktrisiken übernimmt. Des Weiteren wird empfohlen, eine Begrenzung des Umfangs der Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften vorzuschreiben, um den Charakter einer Beimischung zu erhalten. Diese kann entsprechend einer ausgewogenen Risikostreuung bei etwa 10% des Wertes des Sondervermögens liegen. Eine solche Begrenzung verhindert zudem, dass offene Immobilien-Publikumsfonds bei einer verstärkten Rückgabe der Anteile in Liquiditätsschwierigkeiten geraten. Diese Gefahr bestünde, da Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften derzeit auf dem deutschen Markt nicht handelbar sind, weil ein Zweitmarkt für Anteile an PPP-Projektgesellschaften bisher noch nicht existiert.

Durch eine solche Änderung des Investmentgesetzes wird Kapitalanlagegesellschaften, die derzeit lediglich offene Immobilien-Publikumsfonds auflegen, die Möglichkeit eröffnet, langsam in den PPP-Markt einzusteigen und Know-how für die Auflage offener PPP-Publikumsfonds aufzubauen. Zudem kann durch die Beimischung von Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften zu anderen Anlagen eine Diversifikation des Portfolios vorgenommen werden. Eine solche Beimischung in einen offenen Immobilien-Publikumsfonds erfordert jedoch eine sehr genaue Information der Anleger über das Risikoprofil der Anlage. Häufig werden in der Presse nur die wirtschaftlich nicht erfolgreichen PPP-Projekte kommuniziert, wodurch potentielle Anleger möglicherweise verunsichert sind. Daher bedarf es einer Aufklärung über das breite Risikospektrum von PPP-Projekten.

Auch **indirekte Investitionen** in PPP-Immobilienaktien, wie z.B. durch den Erwerb von Anteilen an REITs, die sich auf die Durchführung von PPP-Projekten spezialisiert haben, stellen für offene Immobilien-Publikumsfonds eine sehr gut geeignete Anlageform dar. Hier sind der erforderliche Gestaltungsrahmen und damit auch das Risiko sehr gering, was den Anforderungen eines offenen Immobilien-Publikumsfonds entspricht. Sie können hier von den Vorteilen der indirekten Anlage, wie z.B. der Fungibilität, profitieren.<sup>979</sup>

### 5.1.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für offene Immobilien-Publikumsfonds

Die unterschiedlichen PPP-Wertschöpfungsphasen zeichnen sich durch bestimmte Charakteristika aus, die beeinflussen, inwieweit offene Immobilien-Publikumsfonds hier investieren sollten.<sup>980</sup>

Ein Engagement in der **Angebotsphase** sowie in der **Planungs- und Bauphase** eines PPP-Projektes erfordert einen großen Gestaltungsrahmen. Insbesondere sollte ein Investor in dieser Phase über spezielles PPP-Know-how bezüglich der Erstellung eines Angebotes und bezüglich der Steuerung und der Kontrolle des Baugeschehens verfügen. Außerdem ist ein Engagement in dieser Phase besonders risikoreich.

---

<sup>978</sup> Dies sah auch der Entwurf zum ÖPP-BeschlIG vor. Vgl. Entwurf ÖPP-BeschlIG, 2005, S. 32f.

<sup>979</sup> Zu den Vorteilen einer indirekten Beteiligung siehe in Kapitel 4.4.4.

<sup>980</sup> Diese werden in Kapitel 4.2 ausführlich erläutert.

Offene Immobilien-Publikumsfonds verfügen jedoch nur über einen sehr geringen definierten Gestaltungsrahmen und eignen sich dementsprechend nur in einem sehr geringen Maße zur Übernahme von immobilienbezogenen Leistungen oder von Risiken. Daher scheint ein Engagement in der Angebots- und in der Planungs- und Bauphase weder als PPP-Projektentwicklung noch als reine Kapitalbeteiligung sinnvoll. Obwohl offene Immobilien-Publikumsfonds bei herkömmlichen Gewerbeimmobilien in einem beschränkten Umfang Projektentwicklungen vornehmen können, lassen sich die zumeist strategischen Ziele<sup>981</sup> bei einem PPP-Projekt nicht erreichen. Die wesentlichen wirtschaftlichen Stellschrauben, wie z.B. Nutzungskonzept, Objektqualität oder Mieterstruktur, sind bei einem PPP-Projekt durch den öffentlichen Auftraggeber als Mieter vorgegeben, so dass diese Faktoren durch den Immobilieninvestor mit Blick auf die Portfoliooptimierung kaum beeinflusst werden können.

Mit der Fertigstellung der Gebäude und der **Inbetriebnahme** eines PPP-Projektes ändern sich der benötigte Gestaltungsrahmen und das Risikoprofil deutlich.<sup>982</sup> Die **Betriebsphase** eignet sich grundsätzlich gut für Investitionen offener Immobilien-Publikumsfonds, insbesondere als Beimischung zu einem bestehenden Sondervermögen. Dabei sollten sie jedoch erst investieren, wenn sich der Betrieb nach einer gewissen Testphase, der Inbetriebnahmephase, eingespielt hat. Da bei einem Engagement in der Betriebsphase die PPP-Verträge zwischen öffentlichem Auftraggeber und privatem Auftragnehmer bereits bestehen, sollte ein offener Immobilien-Publikumsfonds diese einer umfassenden Prüfung unterziehen. Dies gilt auch für die zumeist als Nachunternehmen beauftragten Betreiber, da diese i.d.R. weiterhin die operativen Leistungen erbringen.

Grundsätzlich können offene Immobilien-Publikumsfonds auch die **Verwertung** einer Immobilie übernehmen, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes, der vom gewählten PPP-Vertragsmodell und der PPP-Immobilienart beeinflusst wird, gering ist. Hier ergeben sich für den Investor auch Chancen zur Hebung zusätzlicher Wertsteigerungspotentiale der Immobilie, die offene Immobilien-Publikumsfonds aufgrund der regelmäßigen Bewertung des Vermögens und der Veröffentlichung der Anteilspreise sehr gut abbilden können.<sup>983</sup>

### 5.1.3 PPP-Vertragsmodelle für offene Immobilien-Publikumsfonds

Auch die PPP-Vertragsmodelle unterscheiden sich in ihren Charakteristika<sup>984</sup> und damit in der Eignung für Investitionen offener Immobilien-Publikumsfonds. Aus ökonomischer Sicht eignet sich das **PPP-Inhabermodell** aufgrund seines geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens und des relativ geringen Risikos sehr gut für Investitionen offener Immobilien-Publikumsfonds. Zwar kann der Investor bei diesem Vertragsmodell das Wertentwicklungspotential der Immobilie nicht nutzen, es werden jedoch langfristig sichere Einnahmen erwartet.

<sup>981</sup> Dazu gehören: Mangel an fondseigenen Projekten, Erzielung strategiegerechter Nutzungskonzepte und höherer Objektqualität, Einfluss auf die Vermietung, Verjüngung des Immobilienbestandes und Performancesteigerung durch außerordentliche Realisierungsgewinne. Vgl. Bone-Winkel, Offene Immobilienfonds, 2000, S. 229; Alda / Lassen, Kapitalanlagegesellschaften, 2005, S. 117.

<sup>982</sup> Bei Projekten, bei denen der private Auftragnehmer Marktrisiken übernimmt, kann auch die Betriebsphase sehr risikoreich sein. Siehe dazu in Kapitel 4.2.4.

<sup>983</sup> Dieser Aspekt wird im Zusammenhang mit den Vertragsmodellen noch ausführlich erörtert.

<sup>984</sup> Siehe dazu in Kapitel 4.1.

Offene Immobilien-Publikumsfonds dürfen jedoch nur Eigentum, Erbbaurecht und Nießbrauchrecht an einem Grundstück direkt erwerben. Daher ist bei PPP-Inhabermodellen, bei denen die Nutzungsüberlassung lediglich über eine schuldrechtliche Vereinbarung ohne dinglichen Rechtscharakter erfolgt,<sup>985</sup> das Engagement offener Immobilien-Publikumsfonds auf reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften beschränkt. Wird bei einem PPP-Projekt ein Nießbrauchrecht vereinbart, kann dieses theoretisch in der Betriebsphase von einem offenen Immobilien-Publikumsfonds direkt erworben werden.<sup>986</sup> Dies ist jedoch aufgrund der Unübertragbarkeit des Nießbrauchsrechts<sup>987</sup> praktisch nicht durchführbar, weshalb auch hier ein direkter Erwerb dieses Rechts in der Betriebsphase ausgeschlossen ist. Nießbrauchrechte können jedoch beim Erwerb einer Beteiligung übertragen werden.<sup>988</sup> Dies spricht beim PPP-Inhabermodell wiederum für eine reine Kapitalbeteiligung offener Immobilien-Publikumsfonds an einer PPP-Projektgesellschaft in der Betriebsphase. Hierfür muss jedoch - wie oben beschrieben - der Anlagekatalog offener Immobilien-Publikumsfonds im Investmentgesetz um Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase erweitert werden.

Sehr gut geeignet für ein Engagement offener Immobilien-Publikumsfonds ist das **PPP-Erwerbermodell**, da es einen geringen Gestaltungsrahmen erfordert und mit sicheren Einnahmen und geringen Risiken einhergeht. Es können bei diesem Vertragsmodell jedoch auch keine zusätzlichen Wertsteigerungen durch den offenen Immobilien-Publikumsfonds realisiert werden.

**PPP-FM-Leasing-** und **PPP-Vermietungsmodell** sind gut geeignet für Kapitalbeteiligungen offener Immobilien-Publikumsfonds in der Betriebsphase. Voraussetzung dafür ist, dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes gering ist, d.h. in dieser Form lediglich in PPP-Immobilienarten mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen investiert wird. Vorteil bei diesen beiden Immobilienarten ist zudem, dass der Investor hier die Chance hat, die Wertentwicklungspotentiale der Immobilien zu nutzen. Beim PPP-FM-Leasingmodell trifft dies jedoch nur zu, wenn der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht ausübt. Da bei diesen Modellen das Verwertungsrisiko beim privaten Auftragnehmer liegt, sollte der Immobilieninvestor bei einer Investitionsentscheidung auf eine hohe Drittverwendungsfähigkeit sowie sehr gut Lage der PPP-Immobilie achten. Dann besteht die Möglichkeit für den Investor, von Wertentwicklungen, z.B. durch Verkauf der Immobilie am Ende der PPP-Vertragslaufzeit, zu profitieren.

Investitionen in **PPP-Konzessionsmodelle** werden aufgrund des großen erforderlichen Gestaltungsrahmens und hoher Risiken für offene Immobilien-Publikumsfonds nicht empfohlen. Theoretisch eignen sich offene Immobilien-Publikumsfonds zwar zur Übernahme von Marktrisiken bei Büroimmobilien, bei denen sie das Risiko einschätzen können und der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen gering ist. In der derzeitigen PPP-Praxis werden

---

<sup>985</sup> Der Mustervertrag für PPP-Schulprojekte der PPP Task Force des Bundes wurde dementsprechend ausgestaltet. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007.

<sup>986</sup> Der Erwerb von Nießbrauchrechten an Grundstücken, die der Erfüllung öffentlicher Aufgaben dienen, wurde mit dem ÖPP-BeschlG in den Anlagekatalog offener Immobilienfonds aufgenommen.

<sup>987</sup> Vgl. § 1059 Satz 1 BGB, 2007.

<sup>988</sup> Vgl. § 1059a Abs. 1 Nr. 2 BGB, 2007.

jedoch Verwaltungsimmobilien nicht als PPP-Konzessionsmodelle realisiert, sondern vor allem Freizeit- und Kulturimmobilien oder Parkhäuser, die von einem Investor einen größeren Gestaltungsrahmen erfordern.

Darüber hinaus dürfen offene Immobilien-Publikumsfonds auch keine Konzessionsrechte erwerben, weshalb ein direktes Engagement bei diesem Vertragsmodell auch aus rechtlichen Gründen ausscheidet.<sup>989</sup>

#### 5.1.4 PPP-Immobilienarten für offene Immobilien-Publikumsfonds

Die verschiedenen PPP-Immobilienarten gehen ebenfalls mit spezifischen Eigenschaften und einem daraus resultierenden erforderlichen Gestaltungsrahmen einher.<sup>990</sup>

**PPP-Verwaltungsimmobilien** eignen sich aufgrund der geringen Komplexität beim Bau und im Betrieb sowie der hohen Drittverwendungsfähigkeit sehr gut für die oben beschriebenen Investitionsmöglichkeiten offener Immobilien-Publikumsfonds. Darüber hinaus entsprechen PPP-Verwaltungsimmobilien in ihren Eigenschaften im Wesentlichen Büroimmobilien, die zu den Hauptanlageobjekten offener Immobilien-Publikumsfonds zählen.

Auch Investitionen in **PPP-Schulimmobilien** werden aufgrund des geringen benötigten Gestaltungsrahmens für ein Engagement offener Immobilien-Publikumsfonds empfohlen. Dabei sollten jedoch die oben erörterten Einschränkungen hinsichtlich Handlungsoption des Investors, PPP-Wertschöpfungsphase und PPP-Vertragsmodell berücksichtigt werden, um dem sehr geringen definierten Gestaltungsrahmen offener Immobilien-Publikumsfonds auch gerecht zu werden.

Nicht geeignet für offene Immobilien-Publikumsfonds sind Investitionen in **nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, sonstige PPP-Immobilien** oder **PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien**. Dies gilt aufgrund des mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmens und des benötigten Spezial-Know-hows für jede Form des Engagements offener Immobilien-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt. Zudem handelt es sich hierbei um Betreiberimmobilien, bei denen die Erträge vom Konzept und vom wirtschaftlichen Erfolg des Betreibers abhängig sind. Da der Anlageschwerpunkt offener Immobilien-Publikumsfonds auf dem Erwerb von Gewerbeimmobilien liegt, sollte auch eine PPP-Beimischung auf Gewerbeimmobilien ähnlichen PPP-Immobilienarten beschränkt bleiben, um die Anleger nicht zu verunsichern.

Aus den oben genannten Gründen eignen sich auch komplexe und risikoreiche PPP-Immobilienarten, wie **hochtechnische PPP-Hochschul- und PPP-Gesundheitsimmobilien** sowie **PPP-Sicherheitsimmobilien** in keiner Form für Investitionen offener Immobilien-Publikumsfonds. Diese Immobilienarten erfordern einen großen Gestaltungsrahmen von einem Investor, über den offene Immobilien-Publikumsfonds nicht verfügen.

---

<sup>989</sup> Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 70.

<sup>990</sup> Ausführungen zu den PPP-Immobilienarten finden sich in Kapitel 4.3.

### 5.1.5 Fazit für offene Immobilien-Publikumsfonds

Offene Immobilien-Publikumsfonds eignen sich aufgrund ihres sehr geringen definierten Gestaltungsrahmens nur in einem begrenzten Umfang für Investitionen auf dem PPP-Markt. Sie sollten daher PPP-Projekte mit einem geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen anderen Immobilienanlagen beimischen.

So eignen sich vor allem reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase, d.h. offene Immobilien-Publikumsfonds können als Investoren auf einem potentiellen Zweitmarkt für PPP-Projekte auftreten.<sup>991</sup> Damit nehmen sie eine wichtige Rolle auf dem PPP-Markt ein, da sich so für die ursprünglichen strategischen Investoren, wie Bau- und Betreiberunternehmen, in der Betriebsphase die Möglichkeit ergibt, eigenes Eigenkapital aus den Projekten zu lösen und neue PPP-Investitionen vorzunehmen.

Da jedoch Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften für offene Immobilien-Publikumsfonds im Investmentgesetz nicht zugelassen sind, wird empfohlen, sie als Beimischung in den Anlagekatalog offener Immobilien-Publikumsfonds aufzunehmen. Dies ermöglicht den Kapitalanlagegesellschaften schrittweise in den PPP-Markt einzusteigen und Know-how für die Auflage offener PPP-Publikumsfonds aufzubauen.

Dabei sollten sich offene Immobilien-Publikumsfonds auf PPP-Immobilienarten mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen, wie Verwaltungs- und Schulimmobilien, und auf PPP-Vertragsmodelle ohne Auslastungsrisiken beschränken.

Eine noch größere Rolle können offene Immobilien-Publikumsfonds jedoch als indirekte Investoren auf dem PPP-Markt spielen, z.B. über das Halten von Aktien eines REITs, der in PPP-Projekte investiert.

## 5.2 Die Rolle offener PPP-Publikumsfonds bei PPP-Investitionen

Der Investitionsschwerpunkt offener PPP-Publikumsfonds liegt auf PPP-Projekten. Sie sollten aufgrund ihres geringen definierten Gestaltungsrahmens<sup>992</sup> vor allem in PPP-Projekte investieren, die einen **geringen Gesamtgestaltungsrahmen** erfordern. Was dies im Einzelnen für die Investitionsmöglichkeiten offener PPP-Publikumsfonds bedeutet, wird in den folgenden Kapiteln beschrieben.

### 5.2.1 PPP-Handlungsoptionen für offene PPP-Publikumsfonds

Für ein Engagement offener PPP-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt kommen vier verschiedene Handlungsoptionen in Abhängigkeit vom erforderlichen Gestaltungsrahmen in Betracht.<sup>993</sup>

---

<sup>991</sup> Es ist davon auszugehen, dass sich mit zunehmender Marktreife auch in Deutschland ein Zweitmarkt für Anteile an PPP-Projektgesellschaften entwickelt. Voraussetzung dafür ist die Etablierung eines Primärmarktes, die wiederum von der Anzahl der Projekte abhängt, die unter Einbeziehung von Eigenkapital im Rahmen einer Projektfinanzierung realisiert werden.

<sup>992</sup> Offene PPP-Publikumsfonds werden hinsichtlich ihres definierten Gestaltungsrahmens in Kapitel 3.2 betrachtet.

<sup>993</sup> Diese werden in Kapitel 4.4 näher erläutert.



**Eigene PPP-Projektentwicklungen** sind für offene PPP-Publikumsfonds nur im begrenzten Maße geeignet, da hier der Investor direkt<sup>994</sup> oder über eine PPP-Projektgesellschaft als privater Auftragnehmer eines PPP-Vertrages auftritt. Dafür ist vor allem in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase ein großer Gestaltungsrahmen erforderlich, über den offene PPP-Publikumsfonds nicht verfügen. Daher sollten sich offene PPP-Publikumsfonds unter ökonomischen Gesichtspunkten lediglich in der Betriebsphase direkt als privater PPP-Partner engagieren, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des Projektes, der auch vom gewählten PPP-Vertragsmodell und der PPP-Immobilienart determiniert wird, gering ist. Demzufolge wird empfohlen, ein solches Engagement auf Vertragsmodelle und Immobilienarten, die einen geringen Gestaltungsrahmen erfordern, zu beschränken.

Bei dieser Form des Engagements muss jedoch berücksichtigt werden, dass der Fremdkapitalanteil eines offenen PPP-Publikumsfonds 50% des Wertes der im Fonds gehaltenen Immobilien nicht überschreiten darf. Hat ein offener PPP-Publikumsfonds bereits einen Großteil der Projekte mit Fremdkapital finanziert, kann es sein, dass die Kreditaufnahme beschränkt ist und weitere Projekte mit einem größeren Teil an Eigenkapital finanziert werden müssen. Dies kann aufgrund der daraus resultierenden höheren Finanzierungskosten möglicherweise zu Wettbewerbsnachteilen führen.

Auch **PPP-Projektentwicklungen**, die **in Kooperation** mit einem PPP-erfahrenen Unternehmen durchgeführt werden, eignen sich in der risikoreichen Angebots- und Bauphase aufgrund des benötigten Gestaltungsrahmens nicht für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds. Hier ist ebenfalls eine Beschränkung des Engagements auf die Betriebsphase und auf risikoarme Projekte empfehlenswert. Dabei beteiligt sich der Investor i.d.R. an der PPP-Projektgesellschaft und bringt sich, im Gegensatz zur reinen Kapitalbeteiligung, mit den vorhandenen Immobilien- und Finanzierungs Kompetenzen in die Projektrealisierung und operative Projektsteuerung ein.

Sehr gut geeignet für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds sind aufgrund des geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens **Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften**. Hierbei übernimmt der Investor einen Teil des in der PPP-Projektgesellschaft vorzuhaltenden Eigenkapitals. Der erforderliche Gestaltungsrahmen einer solchen Kapitalbeteiligung entspricht dem geringen definierten Gestaltungsrahmen eines offenen PPP-Publikumsfonds, da der Investor hier lediglich die Überwachung und Kontrolle der Beteiligung übernehmen muss. Dabei können sich offene PPP-Publikumsfonds sehr gut in der Betriebsphase beteiligen. Kapitalbeteiligungen eignen sich unter ökonomischen Gesichtspunkten auch in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase, vorausgesetzt dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des Projektes gering ist.<sup>995</sup>

Des Weiteren ist bei einer Kapitalbeteiligung eines offenen PPP-Publikumsfonds auch die Vergabe von Mezzanine-Kapital oder Fremdkapital in Form von Darlehen an die PPP-Projektgesellschaft im Rahmen einer Restrukturierung der Finanzierung möglich. Hier ist der erforderliche Gestaltungsrahmen im Vergleich zur Eigenkapitalbeteiligung noch einmal geringer und entspricht dem definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Publikumsfonds.

<sup>994</sup> Theoretisch dürfen offene PPP-Publikumsfonds direkt Eigentum, Erbbau- oder Nießbrauchrecht an Immobilien, die der öffentlichen Nutzung dienen, wie Schulen oder Rathäuser, erwerben. Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 170.

<sup>995</sup> Zur rechtlichen Zulässigkeit eines solchen Engagements siehe in Kapitel 5.2.2.

Grundsätzlich sind Kooperationen und Kapitalbeteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft in der Betriebsphase für einen Markteinstieg von Kapitalanlagegesellschaften, die offene PPP-Publikumsfonds auflegen, sinnvoll. Dabei können sie sich zunächst auf ihre Kernkompetenzen beschränken und nach und nach eigene PPP-Kompetenzen innerhalb des Unternehmens aufbauen. So kann eine Kapitalanlagegesellschaft ihre strategische Ausrichtung auf den PPP-Markt unterstreichen.

Auch für offene PPP-Publikumsfonds sind **indirekte Investitionen** in PPP-Immobilienaktien gut geeignet. So erfordert bspw. der Erwerb von Anteilen an einer REIT-AG, die sich auf die Durchführung von PPP-Projekten spezialisiert hat, einen sehr geringen Gestaltungsrahmen. Aufgrund der geringen Risiken, die damit einhergehen, und der hohen Fungibilität eignet sich eine solche Anlage sehr gut, um im Fonds eine gewisse Liquidität vorzuhalten und Risiken zu diversifizieren.

### 5.2.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für offene PPP-Publikumsfonds

Die verschiedenen PPP-Wertschöpfungsphasen erfordern einen unterschiedlich großen Gestaltungsrahmen, der die Investitionsmöglichkeiten offener PPP-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt determiniert.<sup>996</sup>

Da der definierte Gestaltungsrahmen bei offenen PPP-Publikumsfonds gering ist, eignen sie sich für ein Engagement in der **Angebots-** sowie in der **Planungs- und Bauphase** nur bedingt. So sind aufgrund des großen erforderlichen Gestaltungsrahmens und PPP-Know-hows in diesen Wertschöpfungsphasen weder PPP-Projektentwicklungen in Eigenleistung noch in Kooperation sinnvoll.

Dagegen eignen sich offene PPP-Publikumsfonds in einem gewissen Maße für eine Beteiligung an einem Konsortium, das sich in der **Angebotsphase** im Rahmen einer öffentlichen Ausschreibung auf ein PPP-Projekt bewirbt. Dabei kann sich ein offener PPP-Publikumsfonds z.B. bereit erklären, eine Kapitalbeteiligung zu erwerben, wenn das Konsortium den Zuschlag für ein PPP-Projekt erhält. Gegebenenfalls bringt sich der offene PPP-Publikumsfonds auch schon bei der Angebotserstellung mit Finanzierungs Kompetenzen in das Konsortium ein. Dabei sollten für den Fall, dass das Konsortium aus dem Wettbewerb ausscheidet, Regelungen zur Beteiligung an den Angebotskosten getroffen werden.

Des Weiteren sind reine Kapitalbeteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft eine Möglichkeit, sich in der **Planungs- und Bauphase** eines PPP-Projektes zu engagieren. Diese Investitionsmöglichkeit ist jedoch auf PPP-Vertragsmodelle und PPP-Immobilienarten mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen begrenzt, damit der erforderliche Gesamthandlungsspielraum nicht zu groß wird.

Beteiligungen offener PPP-Publikumsfonds an PPP-Konsortien bzw. Projektgesellschaften in der Angebots- und in der Planungs- und Bauphase werden jedoch bisher durch das Investmentgesetz ausgeschlossen. Abgeleitet aus der ökonomischen Analyse wird empfohlen, den durch das Investmentgesetz vorgegebenen Anlagekatalog für offene PPP-Publikumsfonds um Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase zu erweitern. Der Umfang der Beteiligungen in dieser Phase

---

<sup>996</sup> Dieser wird in Kapitel 4.2 hergeleitet.

des PPP-Wertschöpfungsprozesses sollte jedoch auf einen Anteil von 10% des Wertes des Sondervermögens beschränkt werden. So wird eine ausgewogene Risikostreuung bezüglich der Projektphasen innerhalb des Portfolios des offenen PPP-Publikumsfonds gewährleistet.

Die einen geringeren Gestaltungsrahmen erfordernde und risikoärmere Phase des Betriebs eines PPP-Projektes eignet sich sehr gut für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds. Dabei kann ein offener PPP-Publikumsfonds auch direkt nach Beendigung der Bauphase, d.h. in der **Inbetriebnahmephase** oder erst im späteren Verlauf der **Betriebsphase**, investieren. Eine Beschränkung auf eine reine Kapitalbeteiligung an der PPP-Projektgesellschaft ist hier nicht erforderlich. Offene PPP-Publikumsfonds können sich in der Betriebsphase auch operativ in die Steuerung des Facility Managements einbringen. Ein Engagement bei PPP-Projekten, bei denen Marktrisiken auf den privaten Partner übertragen werden, ist jedoch auch in der Betriebsphase nicht empfehlenswert, da sonst der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen eines Projektes zu groß für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds wird.

Offene PPP-Publikumsfonds haben theoretisch die erforderlichen Kompetenzen, um auch die **Verwertung** einer Immobilie zu übernehmen. Dabei hängt eine Investitionsentscheidung in dieser Phase wesentlich von der PPP-Immobilienart und damit von dem erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen eines Projektes ab.

### 5.2.3 PPP-Vertragsmodelle für offene PPP-Publikumsfonds

Die PPP-Vertragsmodelle unterscheiden sich hinsichtlich der Eigenschaften und damit hinsichtlich des erforderlichen Gestaltungsrahmens.<sup>997</sup> Dieser ist ausschlaggebend für die Eignung offener PPP-Publikumsfonds für Investitionen in bestimmte PPP-Projekte.

Das **PPP-Inhabermodell** und das **PPP-Erwerbermodell** sind aufgrund ihres geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens aus ökonomischer Sicht sehr gut geeignet für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds. Diese Vertragsmodelle zeichnen sich durch geringe Risiken und sichere Einnahmen aus, was gut mit dem geringen definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Publikumsfonds korrespondiert. Der Investor kann jedoch bei beiden Vertragsmodellen keine Wertsteigerungen der Immobilie abschöpfen, trägt aber auch keine Risiken des Wertverlustes.

Beim PPP-Inhabermodell erfolgt die Nutzungsüberlassung in der Praxis häufig über eine schuldrechtliche Vereinbarung ohne dinglichen Rechtscharakter. Diese Form zählt jedoch nicht zu den Anlagegegenständen offener PPP-Publikumsfonds. Demzufolge ist ein Engagement bei derart ausgestalteten PPP-Inhabermodellen aus rechtlicher Sicht auf Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften beschränkt. Dies gilt auch für PPP-Inhabermodelle, bei denen dem privaten Auftragnehmer ein Nießbrauchrecht eingeräumt wird. Theoretisch ist zwar der direkte Erwerb eines Nießbrauchrechtes durch einen offenen PPP-Publikumsfonds in der Betriebsphase vorstellbar,<sup>998</sup> Nießbrauchrechte können jedoch nur bei einer Beteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft übertragen werden.<sup>999</sup>

<sup>997</sup> Siehe dazu ausführlich in Kapitel 4.1.

<sup>998</sup> Ein direkter Erwerb eines Nießbrauchrechtes in der Angebots-, Planungs- oder Bauphase ist aufgrund des großen erforderlichen Gestaltungsrahmens nicht geeignet. Vgl. Kapitel 5.2.1.

<sup>999</sup> Vgl. § 1059a Abs. 1 Nr. 2 BGB, 2007.

**PPP-FM-Leasing-** und **PPP-Vermietungsmodelle** sind gut geeignet für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen einer PPP-Investition gering ist. Dies ist bei einer Kapitalbeteiligung in der Betriebsphase und einer PPP-Immobilienart, die einen geringen Gestaltungsrahmen erfordert, der Fall. Die beiden Modelle eignen sich insbesondere daher, weil der offene PPP-Publikumsfonds hier Wertentwicklungspotentiale der Immobilien abschöpfen kann, z.B. durch einen Verkauf am Ende der Vertragslaufzeit.<sup>1000</sup> Daraus resultierende Wertentwicklungen im Fondsvermögen können durch offene PPP-Publikumsfonds aufgrund der regelmäßigen Bewertung des Vermögens und der Anteile sehr gut abgebildet werden. Da der Investor bei diesen Modellen jedoch auch das Risiko eines Wertverlustes trägt, sollte eine Investitionsentscheidung von der Art der Immobilie, d.h. der Nutzung und der Drittverwendungsfähigkeit, sowie der Lage abhängig gemacht werden.

Offene PPP-Publikumsfonds eignen sich aufgrund ihres geringen Gestaltungsrahmens nicht für Investitionen in **PPP-Konzessionsmodelle**. Da bei diesem Vertragsmodell das Auslastungsrisiko auf den privaten Partner übertragen wird, geht es mit hohen Risiken und einem großen erforderlichen Gestaltungsrahmen einher. Dazu kommt, dass dieses Modell vor allem bei risikoreichen Betreiberimmobilien aus dem Bereich Sport, Freizeit und Kultur angewandt wird. Zudem ist auch aus rechtlicher Sicht der Erwerb von Konzessionsrechten für offene PPP-Publikumsfonds nicht zulässig.<sup>1001</sup>

#### 5.2.4 PPP-Immobilienarten für offene PPP-Publikumsfonds

Die vorliegende Arbeit betrachtet verschiedene PPP-Immobilienarten, die mit verschiedenen erforderlichen Gestaltungsrahmen einhergehen.<sup>1002</sup>

**PPP-Verwaltungsimmobilien** eignen sich aufgrund ihrer Vergleichbarkeit mit Büroimmobilien sehr gut für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds. Sie verfügen über eine vergleichsweise geringe bauliche Komplexität. Außerdem erfordert der Betrieb einer PPP-Verwaltungsimmobilie Know-how, über das Kapitalanlagegesellschaften durch ihr Kerngeschäft - die Verwaltung von Büroimmobilien - verfügen.

Dies trifft üblicherweise auch auf **PPP-Schulimmobilien** zu. Bei diesen beiden Immobilienarten können sich offene PPP-Publikumsfonds in der Betriebsphase auch sehr gut in die operative Steuerung des Facility Managements einbringen. Ebenso ist für offene PPP-Publikumsfonds ein Engagement in der Angebots- und Bauphase in Form einer Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft, die Verwaltungs- oder Schulimmobilien realisiert, gut geeignet. Der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen einer solchen PPP-Investition entspricht dem geringen definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Publikumsfonds.

Komplexere und einen größeren Gestaltungsrahmen erfordernde Immobilienarten, wie **nicht-hochtechnische PPP-Hochschul-** und **Gesundheitsimmobilien, sonstige PPP-Immobilien** oder **PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien**, sind weniger geeignet für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds. Hier sollte sich das Engagement eines offenen

---

<sup>1000</sup> Sofern beim PPP-FM-Leasingmodell der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht ausübt.

<sup>1001</sup> Vgl. Benz / Franke, Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006, S. 70.

<sup>1002</sup> Siehe dazu Kapitel 4.3.

PPP-Publikumsfonds auf reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase beschränken. Beteiligungen an einem Bieterkonsortium in der Angebotsphase oder an einer PPP-Projektgesellschaft in der Planungs- und Bauphase sind bei diesen PPP-Immobilienarten aufgrund der Spezifität und des Risikos sowie des daraus resultierenden erforderlichen Gestaltungsrahmens nicht empfehlenswert.

Hochspezifische Immobilienarten, wie **PPP-Sicherheitsimmobilien** sowie **hochtechnische PPP-Hochschul-** und **Gesundheitsimmobilien**, die aufgrund der hohen Komplexität und des hohen Risikos einen großen Gestaltungsrahmen von einem Investor erfordern, eignen sich in keiner Weise für Investitionen offener PPP-Publikumsfonds, da deren definierter Gestaltungsrahmen gering ist.

### 5.2.5 Fazit für offene PPP-Publikumsfonds

Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass sich offene PPP-Publikumsfonds aufgrund ihres geringen definierten Gestaltungsrahmens sehr gut für Investitionen auf dem PPP-Zweitmarkt eignen.<sup>1003</sup> Sie sind wichtige strategische Partner für Bau- und Betreiberunternehmen, die nach Beendigung der Bauphase einen Teil des Eigenkapitals aus der Projektgesellschaft herauslösen wollen, um es in neue PPP-Projekte zu investieren.

Zudem ergibt die ökonomische Analyse, dass offene PPP-Publikumsfonds in beschränktem Umfang auch auf dem PPP-Primärmarkt, d.h. in der Angebots-, Planungs- und Bauphase, agieren können. Dabei sollte ihre Rolle hier auf die eines reinen Finanzinvestors im Rahmen einer Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft beschränkt bleiben.

Hierfür müssen jedoch die rechtlichen Voraussetzungen im Investmentgesetz geschaffen werden, indem der Anlagekatalog offener PPP-Publikumsfonds um Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in dieser Phase erweitert wird. Indem offene PPP-Publikumsfonds als Kapitalpartner auf dem Primärmarkt auftreten, werden sie zu wichtigen strategischen Partnern für Bau- und Betreiberunternehmen, insbesondere den Mittelstand.

Für offene PPP-Publikumsfonds eignen sich Verwaltungs- und Schulimmobilien sehr gut. Bei PPP-Immobilienarten, die einen mittleren Gestaltungsrahmen erfordern, sollten sie sich auf Kapitalbeteiligungen in der Betriebsphase beschränken, da sonst der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition zu groß ist. Investitionen in PPP-Konzessionsmodelle werden nicht empfohlen.

Grundsätzlich können die aus dem geringen definierten Gestaltungsrahmen resultierenden geringen Kapitalkosten einen wichtigen Erfolgsfaktor für offene PPP-Publikumsfonds auf dem PPP-Markt darstellen, da dadurch Vorteile im Wettbewerb mit anderen Immobilien- oder PPP-Investoren bestehen.<sup>1004</sup>

---

<sup>1003</sup> Voraussetzung dabei ist die Etablierung eines Zweitmarktes für den Handel von Anteilen an PPP-Projektgesellschaften in Deutschland.

<sup>1004</sup> Vgl. Sotelo, Reform des Investmentgesetzes, 2007, S. 23.

### 5.3 Die Rolle offener PPP-Spezialfonds bei PPP-Investitionen

Bei offenen PPP-Spezialfonds<sup>1005</sup> liegt der Fokus ebenfalls auf Investitionen in PPP-Projekte. Dabei eignen sich Projekte, die einen **geringen bis mittleren Gesamtgestaltungsrahmen** vom Investor erfordern. Der folgende Abschnitt legt dar, welche Form des Engagements und welche Projekte konkret für Investitionen offener PPP-Spezialfonds geeignet sind.

#### 5.3.1 PPP-Handlungsoptionen für offene PPP-Spezialfonds

Die verschiedenen Optionen für ein Engagement eines Investors auf dem PPP-Markt sind durch einen spezifischen erforderlichen Gestaltungsrahmen charakterisiert, der die Eignung für offene PPP-Spezialfonds determiniert.<sup>1006</sup>

Offene PPP-Spezialfonds verfügen im Vergleich zu offenen PPP-Publikumsfonds über einen größeren definierten Gestaltungsrahmen und können aufgrund der Mitwirkung der Anleger im Beirat auch höhere Risiken eingehen. Daher eignen sich offene PPP-Spezialfonds auch bedingt für **eigene PPP-Projektentwicklungen**. Dabei sollte das bei dieser Handlungsoption charakteristische operative Engagement zur Steuerung des Projektes durch den Investor jedoch lediglich in der Betriebsphase vorgenommen werden. Außerdem wird eine Beschränkung auf PPP-Immobilienarten mit einem geringen bis mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen empfohlen, damit der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes den definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds nicht überschreitet.

Dabei steigt ein offener PPP-Spezialfonds vollständig, d.h. zu 100%, in den bestehenden PPP-Vertrag mit dem öffentlichen Auftraggeber und weitere bestehende Verträge ein. Er übernimmt direkt oder über eine zwischengeschaltete PPP-Projektgesellschaft Eigentum, Erbbaurecht oder Nießbrauchrecht<sup>1007</sup> an einer PPP-Immobilie. Daher sollte der offene PPP-Spezialfonds den PPP-Vertrag sowie die Nachunternehmerverträge umfassend prüfen, ggf. auch eine Gebäudebewertung vornehmen und insbesondere eigene Kompetenzen hinsichtlich der operativen Steuerung des Betriebs einer Immobilie vorhalten.

Wie beschrieben, erfordert die eigene PPP-Projektentwicklung, insbesondere in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase, erhebliches PPP-Know-how, über das Kapitalanlagegesellschaften, die offene PPP-Spezialfonds auflegen, bisher nicht verfügen. Daher sollten sie für einen Einstieg in den PPP-Markt zunächst **Kooperationen** mit erfahrenen PPP-Partnern, wie Bau- oder FM-Unternehmen, eingehen. Solche Kooperationen eignen sich auch für ein Engagement in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase, da so die anfallenden Aufgaben und die unternehmerischen Risiken auf mehrere Gesellschafter verteilt werden können. Dabei können sich offene PPP-Spezialfonds vor allem mit den vorhandenen Finanzierungs- und Immobilienkompetenzen in die Kooperation einbringen. In dieser Form sollte jedoch nicht investiert werden, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der Investition, bspw. aufgrund einer risikoreichen PPP-Immobilienart, zu groß ist.

---

<sup>1005</sup> Der definierte Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds wird in Kapitel 3.3 hergeleitet.

<sup>1006</sup> Die Handlungsoptionen werden in Kapitel 4.4 betrachtet.

<sup>1007</sup> Projekte, bei denen ein Nießbrauchrecht eingeräumt wird, können lediglich über eine Beteiligung an einer Projektgesellschaft übernommen werden. Dabei findet bei dieser PPP-Handlungsoption eine 100%ige Übernahme der Gesellschafteranteile statt.

Offene PPP-Spezialfonds eignen sich auch sehr gut für **Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften**. Diese können aufgrund des geringeren Gestaltungsrahmens, der von einem Investor benötigt wird, in allen PPP-Wertschöpfungsphasen vorgenommen werden. Insbesondere eignen sich für diese Form des Engagements PPP-Vertragsmodelle und PPP-Immobilienarten, die einen mittleren Gestaltungsrahmen erfordern. Beteiligungen offener PPP-Spezialfonds an PPP-Projektgesellschaften in der Bau- und Betriebsphase sind nach der Änderung des Investmentgesetzes im Jahre 2007 auch rechtlich zulässig, weshalb hier im Gegensatz zu den oben behandelten offenen Publikumsfonds kein gesetzgeberischer Handlungsbedarf notwendig ist.

Daneben ist es auch vorstellbar, dass ein offener PPP-Spezialfonds an die PPP-Projektgesellschaft, an der er beteiligt ist, Mezzanine-Kapital oder Darlehen vergibt. Diese Form der Kapitalvergabe sollte jedoch nur in geringem Umfang zur Risikodiversifikation erfolgen, da sonst der definierte Gestaltungsrahmen, über den ein offener PPP-Spezialfonds verfügt, nicht ausgeschöpft wird. Den definierten Gestaltungsrahmen sollte ein Investor jedoch voll ausnutzen, da dieser durch den normierten Handlungsspielraum determiniert wird, der mit der Rendite an die Anleger sowieso bezahlt wird.<sup>1008</sup>

**Indirekte Investitionen** in Aktien von REITs, die sich auf PPP spezialisiert haben, sind eine gute Beimischungsmöglichkeit für offene PPP-Spezialfonds. Aufgrund der hohen Fungibilität von REIT-Aktien können diese indirekten Anlagen dem Aufbau von Liquiditätsreserven dienen. Offene PPP-Spezialfonds können aber auch selbst Vehikel für indirekte PPP-Investitionen von institutionellen Investoren wie Lebensversicherungen sein.

### 5.3.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für offene PPP-Spezialfonds

Die unterschiedlichen PPP-Wertschöpfungsphasen zeichnen sich durch bestimmte Charakteristika aus, die beeinflussen, ob Investitionen offener PPP-Spezialfonds in einer bestimmten Phase sinnvoll sind.<sup>1009</sup>

Aufgrund des im Vergleich zu den offenen PPP-Publikumsfonds größeren definierten Gestaltungsrahmens offener PPP-Spezialfonds und der damit verbundenen Eignung, gewisse Risiken zu übernehmen, können diese bereits in der **Angebots-** sowie in der **Planungs- und Bauphase** auf dem PPP-Markt agieren. Der Umfang des Engagements in diesen Wertschöpfungsphasen sollte jedoch begrenzt sein, um eine Risikodiversifikation innerhalb des Portfolios des offenen PPP-Spezialfonds zu gewährleisten.

So eignen sich reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Konsortien in der Angebotsphase und an PPP-Projektgesellschaften in der Planungs- und Bauphase gut für offene PPP-Spezialfonds, da diese Form des Engagements einen geringeren Gestaltungsrahmen erfordert als eine PPP-Projektentwicklung. Für die Angebotsphase ist dabei zu klären, in welchem Umfang sich der offene PPP-Spezialfonds an den Angebotskosten beteiligt, sofern das Konsortium den Zuschlag für das Projekt nicht erhält. Grundsätzlich sollte der Kapitalgeber insbesondere in der Bauphase darauf achten, dass Gesellschafter, die über Bau-Know-how verfügen, ebenfalls mit Eigenkapital an der Projektgesellschaft beteiligt sind. So können Prinzipal-Agent-Probleme verringert werden.

<sup>1008</sup> Vgl. Sotelo, Regeln schaffen Werte, 2006, S. 49.

<sup>1009</sup> Die PPP-Wertschöpfungsphasen werden in Kapitel 4.2 ausführlich erläutert.

Bei einer PPP-Projektentwicklung in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase sollten Kapitalanlagegesellschaften, die offene PPP-Spezialfonds auflegen, auf das in dieser Phase erforderliche PPP-Know-how über eine Kooperation zurückgreifen. Eigene PPP-Projektentwicklungen werden für offene PPP-Spezialfonds aufgrund des großen erforderlichen Gestaltungsrahmens in der Angebots-, Planungs- und Bauphase nicht empfohlen. Grundsätzlich sollte bei einer Kooperation in dieser Phase darauf geachtet werden, dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen eines Projektes nicht zu hoch ist. Daher sollte sich ein Engagement auf PPP-Vertragsmodelle und PPP-Immobilienarten, die einen geringen bis mittleren Gestaltungsrahmen erfordern, beschränken.

In der Phase der **Inbetriebnahme** eines PPP-Projektes, die einen wesentlich geringeren Gestaltungsrahmen erfordert und damit geringere Risiken aufweist, können PPP-Spezialfonds sehr gut investieren. Hier eignen sich, wie oben beschrieben, sowohl PPP-Projektentwicklungen als auch Kapitalbeteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft. Bei Projekten, bei denen das Auslastungsrisiko auf den privaten Partner übertragen wird, sollte jedoch die Inbetriebnahmephase abgewartet werden, da sich hier herausstellt, ob die prognostizierten Zahlungsströme auch realisierbar sind.

Auch in der **Betriebsphase** eines PPP-Projektes können sich offene PPP-Spezialfonds sehr gut in die operative Leistungssteuerung und -koordination der Projektgesellschaft einbringen oder auch reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften erwerben. Um den geringen bis mittleren definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds auch auszuschöpfen, sollten eher PPP-Immobilien mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen für diese Form der Investition ausgewählt werden. Zudem wird eine ausgewogene Diversifikation bezüglich der Wertschöpfungsphasen der gehaltenen Projekte empfohlen. In dieser Phase ist es auch denkbar, einen offenen PPP-Spezialfonds in einen offenen PPP-Publikumsfonds umzuwandeln, wenn dies rechtlich zulässig ist.

Grundsätzlich können offene PPP-Spezialfonds auch in PPP-Projekte investieren, bei denen der private Auftragnehmer die **Verwertung** der Immobilie übernimmt. Dabei sollte jedoch der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition nicht zu hoch werden.

### 5.3.3 PPP-Vertragsmodelle für offene PPP-Spezialfonds

Die Eignung offener PPP-Spezialfonds für Investitionen in bestimmte PPP-Projekte ist u.a. vom erforderlichen Gestaltungsrahmen des PPP-Vertragsmodells abhängig.<sup>1010</sup>

**PPP-Inhabermodelle** und **PPP-Erwerbermodelle** sind aufgrund des geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens und der geringen Risiken gut geeignet für Investitionen offener PPP-Spezialfonds. Zwar kann der Investor bei beiden Modellen nicht von der Wertentwicklung der Immobilie profitieren, sie weisen jedoch langfristig sichere Einnahmen in Form eines Leistungsentgeltes des öffentlichen Auftraggebers auf. Daher können bei diesen beiden Modellen sowohl PPP-Projektentwicklungen in Kooperation als auch Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Bau- und Betriebsphase von einem offenen PPP-Spezialfonds vorgenommen werden. Zudem sollte hier vor allem in PPP-Immobilienarten mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen investiert werden, um den definierten Gestaltungsrahmen von offenen PPP-Spezialfonds auch auszuschöpfen.

---

<sup>1010</sup> Diese werden in Kapitel 4.1 ausführlich analysiert.



Rechtliche Beschränkungen ergeben sich jedoch bei PPP-Inhabermodellen, bei denen die Nutzungsüberlassung als schuldrechtliche Vereinbarung ohne dinglichen Rechtscharakter erfolgt. Da diese Rechte von offenen PPP-Spezialfonds nicht erworben werden dürfen, können diese sich bei einer solchen Ausgestaltung nur an PPP-Projektgesellschaften beteiligen. Werden Nießbrauchrechte bei einem PPP-Inhabermodell vereinbart, ist ein Engagement in der Betriebsphase auch nur über eine Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft möglich, da Nießbrauchrechte nur in dieser Form übertragbar sind.<sup>1011</sup>

Sehr gut geeignet für ein Engagement offener PPP-Spezialfonds sind Vertragsmodelle, die einen mittleren Gestaltungsrahmen erfordern, wie das **PPP-FM-Leasing-** und das **PPP-Vermietungsmodell**. Bei diesen beiden Modellen kann der offene PPP-Spezialfonds auch von dem Wertentwicklungspotential<sup>1012</sup> der Immobilie profitieren, indem er diese am Ende der Vertragslaufzeit verkauft oder umnutzt. Da der Investor damit jedoch auch das Risiko der Verwertung trägt, sind die PPP-Immobilienart und die Lage des Projektes ausschlaggebend für eine Investitionsentscheidung.

Das **PPP-Konzessionsmodell** ist aufgrund der hohen Komplexität und dem daraus resultierenden großen erforderlichen Gestaltungsrahmen weniger geeignet für offene PPP-Spezialfonds. Daher empfiehlt sich hier eine Beschränkung der Aktivitäten auf Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase.<sup>1013</sup> Dabei sollte eine Investition erst nach Ablauf einer gewissen Testphase erfolgen, in der sich die Stabilität des erwarteten Cashflows bewiesen hat. Des Weiteren sollte vor dem Hintergrund des erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmens eines PPP-Projektes nur bei risikoärmeren PPP-Immobilienarten in sehr guter Lage eine positive Investitionsentscheidung getroffen werden. Grundsätzlich sollte auch der Umfang solcher Beteiligungen im Rahmen des PPP-Konzessionsmodells auf ein geringes Maß beschränkt bleiben und lediglich der Diversifikation des Portfolios dienen.

Gut geeignet für offene PPP-Spezialfonds sind Modelle, bei denen eine Kombination aus verschiedenen Vergütungsmechanismen vereinbart wird. Dabei kann zum einen die Zahlung eines festen Leistungsentgeltes, z.B. im Rahmen eines Vermietungsmodells, für eine Verwaltungsnutzung erfolgen. Zum anderen können der PPP-Projektgesellschaft über eine Konzession weitere Flächen zur Verfügung gestellt werden, die sie mit einem eigenen Nutzungskonzept, bspw. einer Büronutzung, entwickelt und vermarktet und so von der Wertentwicklung der Immobilie profitiert. Diese Form der Investition entspricht in einem besonderen Maße dem geringen bis mittleren definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds.

#### 5.3.4 PPP-Immobilienarten für offene PPP-Spezialfonds

Die PPP-Immobilienarten beeinflussen mit ihren unterschiedlichen Eigenschaften und dem daraus resultierenden erforderlichen Gestaltungsrahmen die Investitionsmöglichkeiten offener PPP-Spezialfonds in PPP-Projekte.<sup>1014</sup>

<sup>1011</sup> Vgl. § 1059a Abs. 1 Nr. 2 BGB, 2007.

<sup>1012</sup> Sofern beim PPP-FM-Leasingmodell der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht ausübt.

<sup>1013</sup> Dies ist auch aus rechtlicher Sicht geboten, da der Erwerb von Konzessionen nicht zulässig ist.

<sup>1014</sup> Die PPP-Immobilienarten sind Analysegegenstand des Kapitels 4.3.

Für offene PPP-Spezialfonds sind insbesondere **PPP-Verwaltungsimmobilien** und **PPP-Schulimmobilien** aufgrund ihres geringen Risikos, der geringen baulichen Komplexität und des vergleichsweise geringen erforderlichen Know-hows gut geeignet. Voraussetzung dafür ist, dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes gering bis mittel ist und damit dem definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds entspricht. Bei diesen beiden PPP-Immobilienarten werden daher insbesondere PPP-Projektentwicklungen in Kooperation, aber teilweise auch Kapitalbeteiligungen, in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase empfohlen, um den definierten Gestaltungsrahmen offener PPP-Spezialfonds auch auszunutzen.

Da offene PPP-Spezialfonds über einen größeren definierten Gestaltungsrahmen verfügen als offene PPP-Publikumsfonds sind für sie auch PPP-Immobilienarten mit mittlerer Komplexität und einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen, wie **PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien, nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien** sowie **sonstige PPP-Immobilien** und **PPP-Sicherheitsimmobilien**, geeignet. Dies gilt insbesondere für Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Planungs- und Bau- sowie in der Betriebsphase.

Für PPP-Projektentwicklungen ist bei diesen Immobilienarten spezifisches Know-how erforderlich. Daher sollte bei einem solchen Engagement auf eine Kooperation mit einem spezialisierten Bau- oder Betreiberunternehmen gesetzt werden. Darüber hinaus ist es empfehlenswert, bei diesen PPP-Immobilienarten keine Konzessionsmodelle als PPP-Projektentwicklung in Kooperation zu realisieren, PPP-Vertragsmodelle mit sicheren Einnahmeströmen eignen sich hier besser. Zudem sollten Projektentwicklungen bei diesen Immobilienarten einem offenen PPP-Spezialfonds lediglich in einem geringen Umfang beigemischt werden, um eine entsprechende Risikostreuung zu garantieren.

Nicht geeignet für Investitionen offener PPP-Spezialfonds sind **hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien**, weder als PPP-Projektentwicklung noch als Beteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft. Diese beiden PPP-Immobilienarten sind sehr komplex und erfordern einen großen Gestaltungsrahmen, über den PPP-Spezialfonds jedoch nicht verfügen.

### 5.3.5 Fazit für offene PPP-Spezialfonds

Offene PPP-Spezialfonds können aufgrund ihres geringen bis mittleren definierten Gestaltungsrahmens sowohl auf dem PPP-Primärmarkt als auch auf dem PPP-Zweitmarkt als Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen auftreten. Diese profitieren bei einer Kooperation vom vorhandenen Know-how des offenen PPP-Spezialfonds und von einem starken Finanzierungspartner, insbesondere hinsichtlich der Bereitstellung von Eigenkapital über den gesamten PPP-Wertschöpfungsprozess.

Offene PPP-Spezialfonds sollten sich auf PPP-Investitionen mit einem geringen bis mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen konzentrieren. Sehr gut eignen sich daher PPP-FM-Leasing- und PPP-Vermietungsmodelle. Auslastungsrisiken im Rahmen des PPP-Konzessionsmodells sollten lediglich in einem begrenzten Umfang übernommen werden, damit der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition nicht zu groß für offene PPP-Spezialfonds wird.

Aus diesem Grund eignen sich auch PPP-Immobilienarten mit einem geringen bis mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen in besonderem Maße. Zudem kann sich ein offener PPP-Spezialfonds, z.B. bei der Realisierung einer PPP-Verwaltungsimmobilie, auch durch die Übernahme immobilienbezogener Leistungen in die Projektrealisierung einbringen. Sie sind auch Anlagevehikel für indirekte PPP-Investitionen von institutionellen Investoren, wie Lebensversicherungen.

## 5.4 Die Rolle geschlossener Immobilienfonds bei PPP-Investitionen

Die Sicherheit der Einnahmen und die Langfristigkeit von PPP-Verträgen kommen der Anlagestrategie eines geschlossenen Immobilienfonds<sup>1015</sup> entgegen. Werden sie für private Anleger aufgelegt, eignen sie sich sehr gut für Investitionen in PPP-Projekte, die einen **mittleren Gesamtgestaltungsrahmen** erfordern. Geschlossenen Immobilienfonds, die sich an institutionelle Investoren richten, können auch Investitionen in PPP-Projekte mit einem etwas größeren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen vornehmen.

### 5.4.1 PPP-Handlungsoptionen für geschlossene Immobilienfonds

Die Möglichkeiten für ein Engagement eines Investors auf dem PPP-Markt sind verschieden. Jede Handlungsoption geht mit einem spezifischen Gestaltungsrahmen einher, der ausschlaggebend für die Anwendbarkeit durch einen geschlossenen Immobilienfonds ist.<sup>1016</sup>

Bei einer **eigenen PPP-Projektentwicklung**, die von einem geschlossenen Immobilienfonds allein vorgenommen wird, kann der Fonds direkt als PPP-Projektgesellschaft in Form einer GmbH & Co. KG als privater Auftragnehmer auftreten und mit dem öffentlichen Auftraggeber einen PPP-Vertrag abschließen. Diese Struktur ist in der folgenden Abbildung dargestellt.

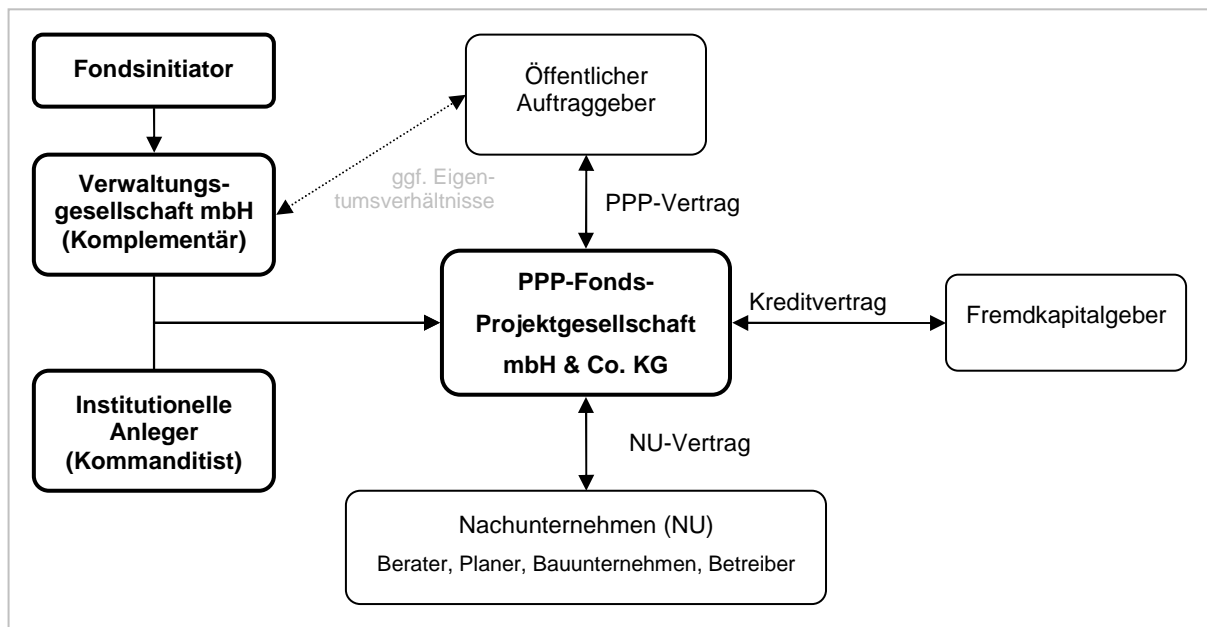


Abbildung 21: PPP-Projektentwicklung geschlossener Immobilienfonds<sup>1017</sup>

<sup>1015</sup> Zu den Eigenschaften geschlossener Immobilienfonds siehe Kapitel 3.4.

<sup>1016</sup> Die Handlungsoptionen werden in Kapitel 4.4 erläutert.

Die oben dargestellte Ausgestaltungsmöglichkeit eignet sich insbesondere für Single Asset Fonds, bei denen nur ein Projekt im Fonds gehalten wird.<sup>1017</sup> Bei einer anderen Variante kann zwischen der Fondsgesellschaft und dem öffentlichem Auftraggeber auch eine separate PPP-Projektgesellschaft zwischengeschaltet werden, die eine 100%ige Tochter der Fondsgesellschaft ist. Bei dieser Form können mehrere Projekte über einen geschlossenen Immobilienfonds (Multi Asset Fonds) realisiert werden, was insbesondere bei PPP-Projekten mit kleineren Investitionsvolumina von Vorteil ist. Die Wahl der Ausgestaltungsoption hängt zumeist von steuerlichen Optimierungskriterien ab.

Eigene PPP-Projektentwicklungen erfordern einen großen Gestaltungsrahmen. Im Vergleich zu Projektentwicklungen herkömmlicher Immobilien sind die zu erwartenden Einnahmen bei PPP-Projekten jedoch wesentlich besser antizipierbar, so dass hier ein geringerer Gestaltungsrahmen erforderlich ist, da keine Vermarktung und Vermietung durch den Fonds übernommen werden muss.<sup>1018</sup> Trotzdem ist bei einem Markteinstieg eine eigene PPP-Projektentwicklung, zumindest in der Angebots- sowie der Planungs- und Bauphase, eher für geschlossene Immobilienfonds realisierbar, die sich an institutionelle Anleger wenden. Dabei sollte der Fondsinitiator bereits über Erfahrungen mit PPP-Projekten verfügen und sich auf PPP-Projekte beschränken, deren erforderlicher Gesamtgestaltungsrahmen gering bis mittel ist. Geschlossene Immobilienfonds für private Anleger eignen sich bei einem Markteinstieg weniger für PPP-Projektentwicklungen ohne Kooperationspartner, insbesondere wenn sie in der Angebots- oder in der Planungs- und Bauphase vorgenommen werden.

Daher ist zunächst eine **Kooperation** mit einem PPP-erfahrenen Unternehmen für Planung, Bau und Betrieb empfehlenswert. Durch die so mögliche gegenseitige Nutzung von Kompetenzen kann ein geschlossener Immobilienfonds auf dem PPP-Markt agieren, ohne unbedingt eigenes PPP-Know-how aufzubauen. Dabei kann bspw. ein Bau- oder ein Betreiberunternehmen für die PPP-spezifischen Leistungen verantwortlich sein, während der geschlossene Immobilienfonds die Leistungen übernimmt, die in seiner Kernkompetenz liegen, wie z.B. die Arrangierung der Finanzierung.<sup>1020</sup>

Langfristig ist es jedoch auch vorstellbar, dass geschlossene Immobilienfonds allein auf dem PPP-Markt agieren. Bei einigen Initiatoren, wie z.B. Kreditinstituten, ist häufig schon PPP-Know-how durch die Fremdfinanzierung von PPP-Projekten vorhanden. Sie kennen den Markt und die wichtigsten Beteiligten. Außerdem verfügen geschlossene Immobilienfonds über einen ausreichend großen definierten Gestaltungsrahmen, um nach und nach auch eigenes PPP-Know-how aufzubauen. Haben sie bereits einige Projekte in Kooperation durchgeführt und entsprechende Erfahrungen gesammelt, können sie auch allein als PPP-Projektentwickler auf dem Markt auftreten. Bau- und Betriebsleistungen werden dabei an Nachunternehmen vergeben. Grundsätzlich sollte jedoch bei einer Investitionsentscheidung darauf geachtet werden, dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen einer PPP-Investition nicht zu groß für geschlossene Immobilienfonds ist.

---

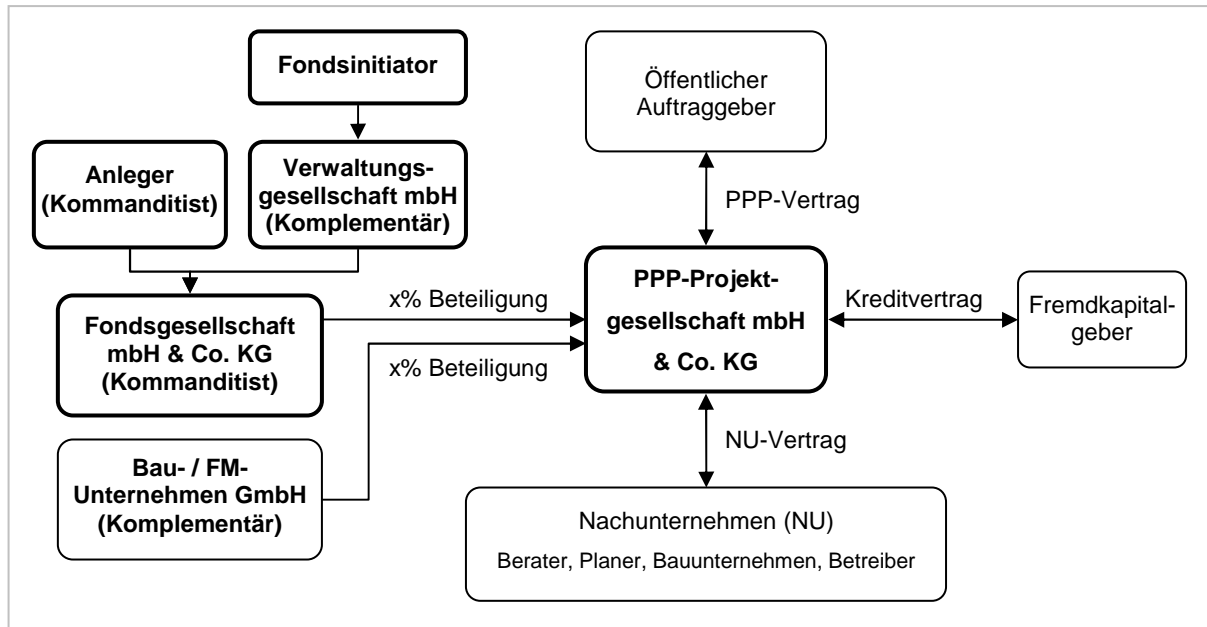
<sup>1017</sup> Eigene Darstellung in Anlehnung an: Christen / Utech, Steuerliche Effekte, 2001, S. 85.

<sup>1018</sup> Ähnliche Konstruktionen wurden als Fonds- oder Leasingmodelle bereits in den Neunziger Jahren angewandt. Vgl. Kirchhoff / Henning, Organisationsformen, 2001, S. 321.

<sup>1019</sup> Vgl. Kirsch, PPP – Empirische Untersuchung, 1999, S. 152; Nottrodt, PPP und geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 64.

<sup>1020</sup> Vgl. Loritz / Pfnür, Geschlossene Immobilienfonds, 2006, S. 59; Romba, ÖPP und Geschlossene Fonds, 2006, S. 135.

Der Erwerb von reinen **Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften** scheint für geschlossene Immobilienfonds eine weitere Möglichkeit des Engagements auf dem PPP-Markt zu sein.<sup>1021</sup> Hier sollte die Beteiligung jedoch so ausgestaltet werden, dass steuerliche Konsequenzen berücksichtigt werden und auf Seiten der privaten Anleger Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielt werden können. Eine Form der Ausgestaltung einer Beteiligung eines geschlossenen Immobilienfonds zeigt die folgende Abbildung.



**Abbildung 22: PPP-Projektentwicklung in Kooperation bei geschlossenen Immobilienfonds**<sup>1022</sup>

Bei dieser Form der Ausgestaltung beteiligt sich ein geschlossener Immobilienfonds als Kommanditist an einer PPP-Projektgesellschaft mbH & Co. KG. Die strategischen Investoren, wie Bau- oder Betreiberunternehmen in der Rechtsform einer GmbH, übernehmen dabei die Rolle von Komplementären.<sup>1023</sup>

Der Vorteil einer solchen Kapitalbeteiligung besteht darin, dass eine Diversifikation des Portfolios, die bei einer PPP-Projektentwicklung aufgrund der begrenzten Anlagemittel eingeschränkt ist, vorgenommen werden kann. So kann ein geschlossener Immobilienfonds z.B. verschiedene Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in unterschiedlichen PPP-Wertschöpfungsphasen und mit variierenden PPP-Immobilienarten erwerben.<sup>1024</sup> Reine Kapitalbeteiligungen sollten von geschlossenen Immobileinfonds aufgrund der Ausnutzung des definierten Gestaltungsrahmens jedoch nur bei PPP-Projekten mit einem mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen vorgenommen werden.

<sup>1021</sup> Beteiligungen mit Fremd- oder Mezzanine-Kapital scheinen für geschlossene Immobilienfonds nicht sinnvoll, da sie über einen mittleren definierten Gestaltungsrahmen verfügen.

<sup>1022</sup> Eigene Darstellung angelehnt an: Hannover Leasing, Substanzwerte Deutschland 3, 2007, S. 65.

<sup>1023</sup> Eine solche Ausgestaltung wurde auch beim geschlossenen Immobilienfonds „Substanzwerte Deutschland 2“ gewählt. Vgl. Hannover Leasing, Substanzwerte Deutschland 3, 2007.

<sup>1024</sup> Vgl. Schulte / Holzmann, Investition in Immobilien, 2005, S. 37f.

Grundsätzlich ist es für geschlossene Immobilienfonds empfehlenswert bei einem Einstieg in den PPP-Markt zunächst Anteile über eine Privatplatzierung an einige ausgewählte institutionelle Anleger zu emittieren, da diese besser mit neuen, noch unbekannten Produkten umgehen können und risikofreudiger sind als Privatanleger. Des Weiteren können so aufgrund geringerer Transaktionskosten geringere Volumina platziert und flexibler auf die Anforderungen der Investoren reagiert werden. Bei zunehmender Erfahrung der geschlossenen Immobilienfonds mit der neuen Asset-Klasse PPP ist dann auch eine öffentliche Platzierung an eine große Zahl privater Anleger denkbar.

Die **indirekte Beteiligung**, z.B. über den Aktienerwerb von REITs, stellt für geschlossene Immobilienfonds keine Möglichkeit dar, sich am PPP-Markt zu beteiligen, da geschlossene Immobilienfonds i.d.R. keine Wertpapiere halten.

### 5.4.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für geschlossene Immobilienfonds

Die verschiedenen PPP-Wertschöpfungsphasen erfordern einen unterschiedlich großen Gestaltungsrahmen, der die Eignung für eine PPP-Investition eines geschlossenen Immobilienfonds determiniert.<sup>1025</sup>

Grundsätzlich können Geschlossene Immobilienfonds aufgrund ihres mittleren definierten Gestaltungsrahmens bereits in der **Angebots-** sowie in der **Planungs- und Bauphase** in PPP-Projekte investieren. Dabei sollte eine PPP-Projektentwicklung in diesen frühen Phasen zunächst in Kooperation mit einem PPP-erfahrenen Unternehmen erfolgen, es sei denn es handelt sich um einen geschlossenen Immobilienfonds für institutionelle Anleger und der Fondsinitiator verfügt aus vergangenen Projekten bereits über spezifisches PPP-Know-how.<sup>1026</sup> Kapitalbeteiligungen geschlossener Immobilienfonds an Bieterkonsortien bzw. PPP-Projektgesellschaften sind in der Angebots-, Planungs- und Bauphase sehr gut möglich. Jedoch sollte das Engagement von der PPP-Immobilienart und dem PPP-Vertragsmodell abhängig gemacht werden, da diese wiederum Einfluss auf den erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes haben.

Auch langfristige Investitionen in der **Betriebsphase** eines PPP-Projektes sind für geschlossene Immobilienfonds sehr gut geeignet, da die zu erbringenden Leistungen, sofern es sich nicht um hochspezifische Hochschul- oder Gesundheitsimmobilien handelt, zumeist dem Kerngeschäft geschlossener Immobilienfonds entsprechen. Sie können sich hier auch operativ in den Wertschöpfungsprozess einbringen. Daher können sie auch bereits in der **Inbetriebnahmephase** eines PPP-Projektes investieren. Gleichermaßen eignen sich auch langfristige Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase. Diese sollten insbesondere bei PPP-Vertragsmodellen und PPP-Immobilienarten angewandt werden, die einen mittleren bis großen Gestaltungsrahmen erfordern. So kann der definierte Gestaltungsrahmen geschlossener Immobilienfonds ideal ausgenutzt werden.

Bei einem Engagement in der Betriebsphase erwerben die geschlossenen Immobilienfonds i.d.R. Anteile an einer bestehenden PPP-Projektgesellschaft und treten in die bestehenden PPP-Verträge mit dem öffentlichen Auftraggeber ein. Daher sollten die Fondsinitiatoren

---

<sup>1025</sup> Siehe dazu Kapitel 4.2.

<sup>1026</sup> Siehe dazu Kapitel 5.4.1.

umfassende Prüfungen vornehmen. Insbesondere die Qualität der bereits erbrachten Bauleistungen und die Bonität des FM-Unternehmens, sei es als Gesellschafter oder als Nachunternehmer, spielen hier eine entscheidende Rolle.

Geschlossene Immobilienfonds eignen sich sehr gut für Investitionen in PPP-Projekte, bei denen der private Auftragnehmer auch in der **Verwertungsphase** für die Immobilie verantwortlich ist. Darauf wird im Zusammenhang mit den PPP-Vertragsmodellen noch näher eingegangen.

#### 5.4.3 PPP-Vertragsmodelle für geschlossene Immobilienfonds

PPP-Projekte können im Rahmen verschiedener PPP-Vertragsmodelle realisiert werden.<sup>1027</sup> Diese weisen unterschiedliche Charakteristika und erforderliche Gestaltungsrahmen auf, die die Investitionsmöglichkeiten geschlossener Immobilienfonds beeinflussen.

Das **PPP-Inhabermodell** und das **PPP-Erwerbermodell** eignen sich nur bedingt für PPP-Projektentwicklungen geschlossener Immobilienfonds. Aus ökonomischer Sicht ist dies darin begründet, dass der erforderliche Gestaltungsrahmen bei diesen Vertragsmodellen gering ist, geschlossene Immobilienfonds aber über einen mittleren definierten Gestaltungsrahmen verfügen, der ausgenutzt werden sollte. Des Weiteren liegt bei diesen Vertragsmodellen das wirtschaftliche Eigentum am PPP-Projekt während der Vertragslaufzeit beim öffentlichen Auftraggeber. Daher ist ein Engagement für geschlossene Immobilienfonds, die für private Investoren aufgelegt werden, auch aus steuerlichen Gründen nicht attraktiv. Hier kommt es aufgrund der Eigentumsverhältnisse dazu, dass die privaten Anleger Einkünfte aus Kapitalvermögen erzielen.<sup>1028</sup>

Die geschilderten Eigentumsverhältnisse führen darüber hinaus dazu, dass bei diesen beiden Modellen für den privaten Auftragnehmer keine Wertsteigerungsmöglichkeiten bestehen. So sind auch der Verkauf des Projektes am Ende der Vertragslaufzeit und damit die Realisierung eines zusätzlichen Gewinns beim PPP-Inhabermodell und beim PPP-Erwerbermodell ausgeschlossen.<sup>1029</sup>

Ein weiterer Grund für die bedingte Eignung der Vertragsmodelle besteht darin, dass geschlossene Immobilienfonds lediglich Grundstücke und grundstücksgleiche Rechte erwerben können. Für eine direkte Investition kommen daher nur PPP-Inhabermodelle in Frage, bei denen die Nutzungsüberlassung in Form eines Erbbaurechtes erfolgt. In der Praxis sind jedoch derzeit einfache, vertraglich geregelte Nutzungsüberlassungen oder die Vereinbarung eines Nießbrauchsrechts üblich. Eine Möglichkeit für geschlossene Immobilienfonds, sich auch bei derart ausgestalteten PPP-Inhabermodellen zu engagieren, ist die Beteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft.

Grundsätzlich sollten geschlossene Immobilienfonds nur in begrenztem Maße in PPP-Inhaber- und PPP-Erwerbermodelle investieren, da sonst ihr mittlerer definierter Gestaltungsrahmen nicht ausgeschöpft werden kann. Demnach stellen Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften lediglich eine Möglichkeit zur Diversifikation des Risikos dar,

<sup>1027</sup> Diese werden in Kapitel 4.1 ausführlich dargelegt.

<sup>1028</sup> Vgl. Boutonnet / Loipfinger / Neumeier et al., Geschlossene Immobilienfonds, 2004, S. 126ff.

<sup>1029</sup> Vgl. Eilbacher Interview, 2007.

da sie nur einen geringen Gestaltungsrahmen erfordern. Sie können von geschlossenen Immobilienfonds genutzt werden, die als Multi-Property-Funds aufgelegt werden. Zudem sollte diese Form der Investition bei PPP-Projekten mit einem mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen vorgenommen werden.

Beim **PPP-FM-Leasingmodell** und beim **PPP-Vermietungsmodell** liegt das wirtschaftliche Eigentum beim privaten Auftragnehmer. Diese beiden Modelle erfordern einen mittleren Gestaltungsrahmen von einem Investor. Des Weiteren verfügen sie aufgrund der möglichen Verwertung durch den privaten Partner über Wertentwicklungspotential. Beim PPP-FM-Leasingmodell kann der private Partner demnach von Wertsteigerungen des Projektes profitieren, sofern der öffentliche Auftraggeber das Projekt am Ende der Vertragslaufzeit nicht zurückkauft. Beim PPP-Vermietungsmodell profitiert er auch beim Kauf des Projektes durch den öffentlichen Auftraggeber, da dieser den zu Vertragsende gültigen Verkehrswert zahlt.<sup>1030</sup> Diese Modelle eignen sich - unter Berücksichtigung der oben aufgeführten Einschränkungen - sehr gut für PPP-Projektentwicklungen geschlossener Immobilienfonds sowie für Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften.

Das **PPP-Konzessionsmodell** erfordert einen großen Gestaltungsrahmen und ist daher nur bedingt für Investitionen geschlossener Immobilienfonds geeignet. Dies gilt insbesondere für geschlossene Immobilienfonds, die für private Anleger aufgelegt werden. Bei diesem Vertragsmodell ist das Wertentwicklungspotential, das vom privaten Auftragnehmer über den gesamten Lebenszyklus gehoben werden kann, vergleichsweise hoch, damit jedoch auch das Risiko eines Wertverlustes. Daher ist hier der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes für eine Investitionsentscheidung von Bedeutung. Dieser wird von der PPP-Immobilienart, die im Rahmen des PPP-Konzessionsmodells errichtet und betrieben werden soll, determiniert.

Handelt es sich um PPP-Immobilienarten, die zum Kerngeschäft eines geschlossenen Immobilienfonds zählen, kann eine Investition auch bei einem PPP-Konzessionsmodell vorgenommen werden, sofern Konzept und Lage des Projektes die Wirtschaftlichkeit der Investition sicherstellen. Dabei ist jedoch tendenziell eine reine Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft einer eigenen PPP-Projektentwicklung vorzuziehen. Bei der Ausgestaltung ist darauf zu achten, dass der geschlossene Immobilienfonds, wenn er für private Anleger aufgelegt wird, nicht als Gewerbebetrieb handelt, da private Anleger so keine Einkünfte aus Vermietung und Verpachtung erzielen.

### 5.4.4 PPP-Immobilienarten für geschlossene Immobilienfonds

Die Eignung von geschlossenen Immobilienfonds für verschiedene PPP-Immobilienarten ist von ihren Eigenschaften und dem daraus resultierenden erforderlichen Gestaltungsrahmen abhängig.<sup>1031</sup>

---

<sup>1030</sup> Mit der Chance, an der Wertentwicklung des Projektes zu partizipieren ist jedoch auch das Risiko des Wertverlustes verbunden, da der Verkaufspreis von der jeweiligen Marktsituation und damit der Position eines potentiellen Käufers abhängt.

<sup>1031</sup> Siehe dazu ausführlich in Kapitel 4.3.



Für geschlossene Immobilienfonds sind PPP-Immobilienarten, die einen geringen oder mittleren Gestaltungsrahmen erfordern, gut geeignet. Dies gilt zumindest für PPP-Projektentwicklungen, da der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der Investition dann dem mittleren definierten Gestaltungsrahmen entspricht, über den geschlossene Immobilienfonds verfügen. **PPP-Schulimmobilien** eignen sich jedoch nur bedingt für PPP-Projektentwicklungen, da sie zumeist als PPP-Inhaber- oder Erwerbermodell abgewickelt werden. Dagegen entsprechen Projektentwicklungen von **PPP-Verwaltungsimmobilien**, die an den öffentlichen Auftraggeber über ein PPP-Vermietungsmodell oder ein PPP-FM-Leasingmodell vermietet werden, den bei geschlossenen Immobilienfonds vorhandenen Kompetenzen in besonderem Maße.

Bei der Realisierung von **PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien, nicht-hochtechnischen PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, sonstigen PPP-Immobilien und PPP-Sicherheitsimmobilien** bedarf es eines mittleren Gestaltungsrahmens des Investors. Daher sind hier sowohl PPP-Projektentwicklungen in Kooperation als auch Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften für geschlossene Immobilienfonds gut geeignet.<sup>1032</sup> Handelt es sich dabei um Betreiberimmobilien, wie z.B. ein Schwimmbad, ein Altenpflegeheim oder eine Justizvollzugsanstalt, die spezielles Know-how in der Betriebsphase erfordern, sollte eine PPP-Projektentwicklung immer in Kooperation mit einem auf diesen Sektor spezialisierten Betreiberunternehmen durchgeführt werden.

Bei Projekten für **hoch-technische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien** sollten geschlossene Immobilienfonds aufgrund der hohen Komplexität und des hohen erforderlichen Gestaltungsrahmens auf PPP-Projektentwicklungen, die zu einem hohen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen führen, jedoch verzichten. Denkbar sind in diesem Bereich aber reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der risikoärmeren Betriebsphase. Dabei stellen die Kompetenz des Betreiberunternehmens sowie das angewandte PPP-Vertragsmodell wesentliche Entscheidungskriterien für oder gegen eine Investition dar.

#### 5.4.5 Fazit für geschlossene Immobilienfonds

Geschlossene Immobilienfonds verfügen über einen mittleren definierten Gestaltungsrahmen und sollten daher zunächst als Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen auf dem PPP-Markt auftreten. Hier können sie sowohl als Erstinvestoren als auch als Investoren auf dem PPP-Zweitmarkt agieren. Von einer Kooperation mit einem geschlossenen Immobilienfonds als Finanzpartner kann insbesondere der Mittelstand mit einer vergleichsweise geringen Eigenkapitalquote profitieren.

Es ist jedoch bei zunehmender Reife des PPP-Marktes und steigendem Erfahrungsschatz mit PPP-Projekten davon auszugehen, dass geschlossene Immobilienfonds als PPP-Projektentwickler auch zu Wettbewerbern für strategische PPP-Investoren werden. Ein erhöhter Wettbewerb kann aus Sicht des öffentlichen Auftraggebers dazu führen, dass die Konditionen der PPP-Verträge optimiert werden.

---

<sup>1032</sup> Einige geschlossene Immobilienfonds haben sich auf Investition in Spezialimmobilien, wie z.B. Seniorenresidenzen oder Hotels, spezialisiert.

Für geschlossene Immobilienfonds werden insbesondere PPP-FM-Leasing- und PPP-Vermietungsmodelle empfohlen. Sie können sehr gut Investitionen in PPP-Immobilienarten mit einem geringen bis mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen vornehmen. Dabei sollte der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition jedoch mittleren Umfangs sein, um den definierten Gestaltungsrahmen, über den geschlossene Immobilienfonds verfügen, ausschöpfen zu können.

### 5.5 Die Rolle von REITs bei PPP-Investitionen

Real Estate Investment Trusts (REITs) können vielfältige Investitionen auf dem PPP-Markt vornehmen. Dabei eignen sich vor allem PPP-Projekte, die mit einem **mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen** dem definierten Gestaltungsrahmen von REITs entsprechen.<sup>1033</sup>

#### 5.5.1 PPP-Handlungsoptionen für REITs

Im Folgenden wird dargelegt, welche der verschiedenen Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt, die mit einem jeweils spezifischen erforderlichen Gestaltungsrahmen einhergehen,<sup>1034</sup> für Real Estate Investment Trusts geeignet sind.

PPP-Projektentwicklungen erfordern in Abhängigkeit davon, ob sie von einem Investor in Kooperation oder in Eigenleistung erbracht werden, einen mittleren bzw. einen großen Gestaltungsrahmen. Für REITs erscheinen **eigene PPP-Projektentwicklungen**, bei denen eine 100%ige Tochtergesellschaft der REIT-Aktiengesellschaft als privater Auftragnehmer mit dem öffentlichen Auftraggeber einen PPP-Vertrag schließt, zunächst nur in einem begrenzten Maße realisierbar.

Da REITs erst seit Anfang 2007 in Deutschland aufgelegt werden dürfen, verfügen diese zwar über umfangreiches Immobilienwissen, Kompetenzen im Bereich PPP konnten sie jedoch bisher nicht aufbauen. Für einen Einstieg in den PPP-Markt empfiehlt es sich daher auch für REITs, eine **Kooperation** mit einem bereits im Bereich PPP agierenden Bau- oder Betreiberunternehmen einzugehen. Dabei können REITs das bei dem Partner vorhandene PPP-Know-how nutzen und selbst Immobilien- sowie Finanzierungs Kompetenzen in die Strukturierung des PPP-Projektes einbringen.

Durch eine solche Kooperation werden die bei einem Markteinstieg auftretenden Risiken auf mehrere Partner verteilt. REITs können so PPP-Erfahrungen sammeln und nach und nach eigenes PPP-Know-how aufbauen, wozu sich REITs aufgrund ihres internen Managements sehr gut eignen. Damit können sie dann nach einer gewissen Startphase allein als PPP-Projektentwickler und privater Auftragnehmer auf dem PPP-Markt agieren. PPP-Projektentwicklungen können sowohl in der Angebots-, Planungs- und Bau- als auch in der Betriebsphase durchgeführt werden. Dabei sollte jedoch grundsätzlich auf den erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen eines PPP-Projektes geachtet werden.

---

<sup>1033</sup> Der definierte Gestaltungsrahmen von REITs wird in Kapitel 3.5 hergeleitet.

<sup>1034</sup> Siehe dazu ausführlich in Kapitel 4.4.

Auch **Kapitalbeteiligungen** mit Eigenkapital an **PPP-Projektgesellschaften** sind in jeder Wertschöpfungsphase eines PPP-Projektes gut für Investitionen von REITs geeignet. Dabei sind jedoch die rechtlichen Vorgaben zu berücksichtigen, nach denen REITs lediglich das Halten von Anteilen an Immobilienpersonengesellschaften erlaubt ist, die immobiliennahe Tätigkeiten für den eigenen Bestand erbringen und die gleichen Vermögensgegenstände wie REITs erwerben.<sup>1035</sup> PPP-Projektgesellschaften in der Rechtsform der Personengesellschaft dürften diesen Anforderungen genügen, wenn sie in Abhängigkeit des gewählten PPP-Vertragsmodells Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte verwalten und lediglich immobiliennahe Hilfstätigkeiten für die von der Projektgesellschaft gehaltenen Immobilien erbringen. Daher sind das PPP-Vertragsmodell, die PPP-Immobilienart und der Umfang der auf den privaten Partner übertragenen Betriebsleistungen ausschlaggebend für eine Beteiligungsentscheidung von REITs. Grundsätzlich werden Investitionen in PPP-Projekte mit einem mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen empfohlen, um den mittleren definierten Gestaltungsrahmen von REITs auch auszuschöpfen.

Die **indirekte Beteiligung** an PPP-Projekten im öffentlichen Hochbau ist für REITs eher untypisch. Sie stellen jedoch ein Vehikel für indirekte Beteiligungen anderer institutioneller Investoren, wie z.B. offener PPP-Publikumsfonds, dar.

### 5.5.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für REITs

Die in dieser Arbeit betrachteten PPP-Wertschöpfungsphasen zeichnen sich durch unterschiedliche Charakteristika aus,<sup>1036</sup> die den erforderlichen Gestaltungsrahmen und damit die Investitionsmöglichkeiten von REITs beeinflussen.

REITs eignen sich aufgrund ihres mittleren definierten Gestaltungsrahmens und der Möglichkeit, entsprechende PPP-spezifische Kompetenzen aufbauen zu können, gut für ein Engagement in der **Angebots-** als auch in der **Planungs- und Bauphase**.<sup>1037</sup> Dies trifft insbesondere für Beteiligungen an Bieterkonsortien sowie Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften bei PPP-Immobilienarten mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen zu. Nehmen REITs PPP-Projektentwicklungen in diesen Phasen vor, sollten sie sich bei einem Markteinstieg ein PPP-erfahrenes Unternehmen als Kooperationspartner suchen. Dies ist insbesondere für die Erstellung des PPP-Angebots erforderlich, da hier spezifisches Fachwissen nötig ist. Haben REITs ausreichend PPP-Know-how aufgebaut, können sie auch eigenständig in der Angebots- sowie der Planungs- und Bauphase auf dem PPP-Markt agieren.

Dabei wird empfohlen, dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition nicht den mittleren definierten Gestaltungsrahmen von REITs übersteigt. Demnach sollten Investitionen in der Angebots-, Planungs- und Bauphase auf weniger komplexe PPP-Immobilienarten und PPP-Vertragsmodelle beschränkt werden. Außerdem sollte ein REIT

<sup>1035</sup> Vgl. § 1 (1) und § 3 (1) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>1036</sup> Die PPP-Wertschöpfungsphasen werden in Kapitel 4.2 ausführlich erläutert.

<sup>1037</sup> Dies entspricht auch der Gesetzgebung, die die Projektentwicklung als immobiliennahe Hilfstätigkeit ansieht, auch wenn der Gesetzgeber darauf hinweist, dass der Investitionsschwerpunkt von REITs auf der Bestandshaltung liegen soll. Vgl. Entwurf REIT-Gesetz, 2007, S. 18.

aufgrund der mit den Investitionen in diesen Phasen verbundenen Risiken das Vermögensportfolio durch eine ausreichende Anzahl an Projekten in der risikoärmeren Betriebsphase diversifizieren.<sup>1038</sup>

Nach Beendigung der Bauphase und dem Eintritt in die **Inbetriebnahmephase** eines Projektes können REITs einen Exit vornehmen und das PPP-Projekt oder die Beteiligung an der PPP-Projektgesellschaft an einen auf die Betriebsphase spezialisierten bzw. langfristig orientierten Investor, z.B. einen offenen PPP-Publikumsfonds, veräußern. Dabei müssen die im REIT-Gesetz vorgenommenen Einschränkungen, nach denen innerhalb von fünf Jahren maximal die Hälfte des Immobilienbestandes verkauft werden darf, eingehalten werden.<sup>1039</sup>

Verfolgen REITs eine eher langfristige Investitionsstrategie, können sie sehr gut Investitionen in der **Betriebsphase** vornehmen. Der erforderliche Gestaltungsrahmen ist hier gering, weshalb REITs auch allein agieren und die Rolle des privaten Auftragnehmers übernehmen können. Dabei erwerben sie das PPP-Projekt und die damit verbundenen Verträge von der PPP-Projektgesellschaft. Dies ist insbesondere dann sinnvoll, wenn ein REIT an einem Projekt auch schon in der Planungs- und Bauphase beteiligt war, da so die Wirtschaftlichkeit des Projektes besser eingeschätzt werden kann.

In einem geringen Maße ist in der Betriebsphase auch der Erwerb von Anteilen zur langfristigen Eigenkapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften vorstellbar. Diese sollten jedoch lediglich der Risikodiversifikation dienen, da sonst der definierte Gestaltungsrahmen, über den REITs verfügen, nicht ausgeschöpft wird. Darüber hinaus wird REITs diese Form der Investition für PPP-Immobilienarten, die einen mittleren bis großen Gestaltungsrahmen erfordern, empfohlen.

REITs können ebenfalls die **Verwertung** von PPP-Projekten übernehmen. Aufgrund ihres mittleren definierten Gestaltungsrahmens eignen sie sich sehr gut für die Durchführung von Revitalisierungen oder Umnutzungen. Des Weiteren können sie ihre umfassenden Kenntnisse über den Immobilienmarkt beim Verkauf einer Immobilie gewinnbringend einsetzen.

### 5.5.3 PPP-Vertragsmodelle für REITs

Auch die PPP-Vertragsmodelle unterscheiden sich in ihren Charakteristika<sup>1040</sup> und damit in der Eignung für Investitionen von REITs. Das **PPP-Inhabermodell**, das einen geringen Gestaltungsrahmen von einem Investor erfordert, eignet sich unter ökonomischen Gesichtspunkten nur begrenzt für Investitionen von REITs, da diese ihren definierten Gestaltungsrahmen bei diesem PPP-Vertragsmodell nicht ausschöpfen können. REITs sollten nur in PPP-Projekte im Rahmen dieses Vertragsmodells investieren, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des Projektes, der u.a. auch von der Immobilienart beeinflusst wird, dem definierten Gestaltungsrahmen von REITs entspricht. Des Weiteren liegen bei diesem Modell das wirtschaftliche Eigentum und die Verwertung am Ende der Vertragslaufzeit beim öffentlichen Auftraggeber, so dass für REITs kaum Möglichkeiten bestehen, an Wertsteigerungen der Immobilie zu partizipieren.

---

<sup>1038</sup> Vgl. Sotelo, PPP - Produkt für REITs, 2007, S. 356.

<sup>1039</sup> Vgl. § 14 (2) REIT-Gesetz, 2007.

<sup>1040</sup> Siehe dazu in Kapitel 4.1.

Dazu kommt, dass REITs lediglich Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte, wie etwa Erbbaurechte, erwerben dürfen. Nießbrauchrechte zählen nicht zu den grundstücksgleichen Rechten.<sup>1041</sup> Zudem sind auch Kapitalbeteiligungen auf Immobilienpersonengesellschaften beschränkt, die Eigentum oder dingliche Nutzungsrechte verwalten. Daher bestehen bei PPP-Inhabermodellen neben den ökonomischen Einschränkungen auch rechtliche Restriktionen, wenn die Nutzungsüberlassung lediglich über ein Nießbrauchrecht oder eine schuldrechtliche Vereinbarung in Form eines Gestattungsvertrages ohne dinglichen Rechtscharakter erfolgt.<sup>1042</sup>

Auch beim **PPP-Erwerbermodell** liegen das wirtschaftliche Eigentum und damit die Möglichkeit, Wertsteigerungen der Immobilie abzuschöpfen, beim öffentlichen Auftraggeber. Dieses Vertragsmodell geht des Weiteren nur mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen einher, weshalb REITs hier lediglich in begrenztem Maße investieren sollten, um ihren definierten Gestaltungsrahmen auch auszunutzen.

Grundsätzlich scheint eine Investition in das PPP-Inhabermodell, vorausgesetzt die Nutzungsüberlassung erfolgt über ein Erbaurecht, oder das PPP-Erwerbermodell lediglich als sichere Anlage ohne Wertsteigerung zur Risikodiversifikation für ein REIT-Portfolio sinnvoll zu sein. Des Weiteren wird empfohlen, Investitionen in diese Vertragsmodelle vor allem bei PPP-Projekten mit einem mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen vorzunehmen.

Da REITs über einen mittleren definierten Gestaltungsrahmen verfügen, können sie sehr gut in das **PPP-FM-Leasing-** und das **PPP-Vermietungsmodell** investieren, die einen mittleren Gestaltungsrahmen erfordern. Des Weiteren haben Investoren bei diesen beiden Modellen am Ende der Vertragslaufzeit teil an der Wertentwicklung der Immobilie.<sup>1043</sup> Demnach eignen sich diese Vertragsmodelle sehr gut für PPP-Projektentwicklungen durch REITs und reinen Kapitalbeteiligungen von REITs an einer PPP-Projektgesellschaft.

Das **PPP-Konzessionsmodell** ist aufgrund des großen erforderlichen Gestaltungsrahmens für REITs nur bedingt – und zwar insbesondere in Abhängigkeit von der PPP-Immobilienart – geeignet. Des Weiteren ist entscheidend, ob ein marktfähiges Konzept zugrunde liegt und in welcher Lage sich das Projekt befindet. So ist bspw. bei einer Realisierung eines Schwimmbades in guter Lage über das PPP-Konzessionsmodell auch ein Engagement von REITs vorstellbar. Dies ist insbesondere der Fall, wenn hier eine Kombination aus fixierter Zahlung durch den öffentlichen Auftraggeber, z.B. für das Schulschwimmen, und nutzungsabhängiger Zahlung vereinbart wird.

Werden jedoch PPP-Immobilienarten mit einem größeren erforderlichen Gestaltungsrahmen als PPP-Konzessionsmodell abgewickelt, sind die vorhandenen Kompetenzen des REITs für diese Immobilienart und die Höhe des Auslastungsrisikos ausschlaggebend für eine

<sup>1041</sup> Vgl. Volckens, REIT-Aktiengesellschaft, 2007, S. 108f.

<sup>1042</sup> Der Mustervertrag für PPP-Schulprojekte der PPP Task Force des Bundes wurde dementsprechend ausgestaltet. Vgl. BMVBS, Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007.

<sup>1043</sup> So profitiert der Investor beim PPP-FM-Leasingmodell nur bei Nichtausübung der Kaufoption durch den öffentlichen Auftraggeber von Wertsteigerungen des Projektes, jedoch beim PPP-Vermietungsmodell auch beim Kauf des Projektes durch den öffentlichen Auftraggeber, da dieser den zu Vertragsende gültigen Verkehrswert zahlt. Der Chance, an der Wertentwicklung des Projektes zu partizipieren, steht auch das Risiko des Wertverlustes gegenüber.

Investitionsentscheidung. Da REITs nur über einen mittleren definierten Gestaltungsrahmen verfügen, sollten sie bei solchen Projekten höchstens Kapitalbeteiligungen an einer PPP-Projektgesellschaft vornehmen. Bei einer anderen Form des Engagements, z.B. einer PPP-Projektentwicklung, kann der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition ansonsten zu groß werden.

### 5.5.4 PPP-Immobilienarten für REITs

REITs können in PPP-Immobilienarten<sup>1044</sup> investieren, die über eine geringe bis mittlere Komplexität verfügen und damit einen geringen bis mittleren Gestaltungsrahmen erfordern, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der Investition dem mittleren definierten Gestaltungsrahmen von REITs entspricht.

**PPP-Verwaltungsimmobilien** eignen sich demnach nur bedingt für Investitionen von REITs, und zwar dann, wenn sie als PPP-FM-Leasing- oder PPP-Vermietungsmodell realisiert werden und der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition als mittel einzuschätzen ist.

Investitionen in **PPP-Schulimmobilien** sollten dagegen nur bedingt vorgenommen werden, da deren Realisierung zumeist über das PPP-Inhaber- oder Erwerbermodell erfolgt. Darüber hinaus sollten sich REITs bei diesen beiden Immobilienarten - aus Gründen der Ausnutzung des definierten Gestaltungsrahmens - lediglich auf PPP-Projektentwicklungen konzentrieren. Des Weiteren wird empfohlen, Investition in diese PPP-Immobilienarten in ihrem Umfang zu begrenzen und lediglich zur Risikodiversifikation des Portfolios zu nutzen.

**PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien, nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, sonstige PPP-Immobilien und PPP-Sicherheitsimmobilien** sind aufgrund ihrer mittleren Komplexität und des daraus resultierenden mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmens grundsätzlich sehr gut geeignete Anlageobjekte für REITs. Ob diese jedoch tatsächlich in eine dieser Immobilienarten investieren können, hängt maßgeblich von der Spezialisierung des REITs ab. PPP-Projekte, bei denen der Leistungsumfang in der Betriebsphase sehr komplex ist, sollten - insbesondere wenn sie als PPP-Konzessionsmodell ausgestaltet sind - in Kooperation mit einem spezialisierten Betreiber durchgeführt werden. Denkbar ist bei diesen Immobilienarten auch eine reine Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft.

Eine weitere rechtliche Beschränkung besteht dahingehend, dass REITs nicht in PPP-Projekte investieren dürfen, die als Wohnimmobilien zu qualifizieren sind. Dazu können bspw. Pflegeheime oder auch Studentenwohnheime zählen.

**Hoch-technische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien** gehen mit einer sehr großen Komplexität und einem großen erforderlichen Gestaltungsrahmen sowie hohen Risiken einher. Daher sollten REITs ihre Investitionstätigkeit bei diesen Immobilienarten auf Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase beschränken, da so der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition nicht zu groß wird. Derartige PPP-Investitionen sollten jedoch nur dann vorgenommen werden, wenn das

---

<sup>1044</sup> Die Eigenschaften der PPP-Immobilienarten werden in Kapitel 4.3 analysiert.

Betreiberunternehmen ausreichend Erfahrungen aufweisen kann und der private Auftragnehmer keine Auslastungsrisiken, wie dies beim PPP-Konzessionsmodell der Fall ist, übernehmen muss. PPP-Projektentwicklungen und ein Engagement in der Planungs- und Bauphase sind für REITs bei diesen risikoreichen PPP-Immobilienarten grundsätzlich nicht zu empfehlen.

### 5.5.5 Fazit für REITs

Für einen Markteinstieg können Real Estate Investment Trusts aufgrund ihres mittleren definierten Gestaltungsrahmens als PPP-Projektentwickler in Kooperation mit strategischen Investoren, wie Bau- und Betreiberunternehmen auf dem PPP-Primärmarkt, d.h. in der Angebots-, Planungs- und Bauphase, und bei PPP-Projekten mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen auftreten.

Bei größerer Marktreife und zunehmenden Erfahrungen können sich REITs jedoch auch als Wettbewerber auf dem PPP-Markt etablieren und eigene PPP-Projektentwicklungen vornehmen. Dies kann aus Sicht des öffentlichen Auftraggebers vorteilhaft sein, da ein erhöhter Wettbewerb zu einer Optimierung der Konditionen der PPP-Verträge führen kann.

Zudem eignen sich REITs in einem gewissen Umfang als Investoren auf dem PPP-Zweitmarkt. Dabei sollten sie jedoch in Projekte investieren, bei denen sie ihren mittleren definierten Gestaltungsrahmen ausnutzen.

Für Investitionen von REITs werden vor allem für das PPP-FM-Leasing- und das PPP-Vermietungsmodell empfohlen. Auslastungsrisiken sollten nur in einem geringen Umfang übernommen werden. Zudem können PPP-Projekte mit einem geringeren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen zur Risikodiversifikation des REIT-Vermögens beigemischt werden. Da REITs aufgrund ihres internen Managements sehr gut Spezial-Know-how aufbauen können, sollten sie sich auf Immobilienarten mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen, wie PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien oder nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, spezialisieren.

REITs übernehmen zudem auch die Rolle des Immobilienanlagevehikels für indirekte Beteiligungen von institutionellen Investoren, wie offenen Immobilien-Publikumsfonds oder Versicherungen.

## 5.6 Die Rolle von REPE Fonds bei PPP-Investitionen

Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds) eignen sich grundsätzlich für Investitionen in PPP-Projekte, die einen **großen Gesamtgestaltungsrahmen** erfordern.<sup>1045</sup> Im Folgenden wird beschrieben, in welcher Form REPE Fonds auf dem PPP-Markt agieren können sowie welche PPP-Wertschöpfungsphase, welches PPP-Vertragsmodell und welche PPP-Immobilienart sich besonders für eine Investition eignen.

---

<sup>1045</sup> Zu den Eigenschaften von REPE Fonds siehe Kapitel 3.6.

### 5.6.1 PPP-Handlungsoptionen für REPE Fonds

In der vorliegenden Arbeit werden verschiedene Handlungsoptionen für Investoren auf dem PPP-Markt betrachtet.<sup>1046</sup> Dabei wird aus neoinstitutionalistischer Perspektive davon ausgegangen, dass der erforderliche Gestaltungsrahmen der Handlungsoptionen deren Eignung für einen Investor determiniert.

Die Handlungsoption, die den größten Gestaltungsrahmen erfordert, ist die **eigene PPP-Projektentwicklung**. Hier tritt der Investor in Eigenverantwortung als privater Auftragnehmer eines PPP-Vertrages mit dem öffentlichen Auftraggeber auf. Diese Form der Investition ist für REPE Fonds mit einem hohen definierten Gestaltungsrahmen zwar grundsätzlich geeignet, die Fonds können jedoch derzeit noch selten auf entsprechendes internes PPP-Know-how zurückgreifen. Selbst wenn sie bereits im Ausland in PPP-Projekte investiert haben, verfügen sie jedoch nicht über Erfahrungen mit für Deutschland spezifischen PPP-Projekten, da es sich bei REPE Fonds häufig um Fondsgesellschaften handelt, deren Hauptsitz und Hauptgeschäftsfeld außerhalb von Deutschland liegt.

Daher sollten REPE Fonds bei einer PPP-Projektentwicklung in Deutschland zunächst eine **Kooperation** mit einem Bau- oder Betreiberunternehmen eingehen, das bereits PPP-Projekte in Deutschland durchgeführt hat und daher über die entsprechenden Erfahrungen verfügt. Hier können REPE Fonds u.a. ihr Finanzierungs-Know-how in die Kooperation einbringen. Dabei legen sie i.d.R. Wert darauf, das Management der Projektgesellschaft und somit den PPP-Wertschöpfungsprozess aktiv beeinflussen zu können.<sup>1047</sup> Derartige PPP-Investitionen sollten REPE Fonds jedoch vor allem in der risikoreichen Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase und bei PPP-Projekten mit einem insgesamt großen erforderlichen Gestaltungsrahmen vornehmen, da dies dem großen definierten Gestaltungsrahmen von REPE Fonds entspricht.

Durch eine Kooperation können REPE Fonds verstärkt eigenes PPP-Know-how aufbauen und damit ihre Attraktivität als Kooperationspartner erhöhen. Aufgrund ihrer stark renditeorientierten Anlagestrategie und der damit verbundenen Notwendigkeit eines frühen Exits ist jedoch nicht davon auszugehen, dass sie in der Praxis PPP-Projektentwicklungen alleine durchführen. Grund dafür ist vor allem, dass aus Sicht der öffentlichen Auftraggeber langfristig orientierte, strategische Investoren die attraktiveren Partner für PPP-Projekte darstellen.

REPE Fonds können auch **Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften** erwerben. Dabei sollten sie jedoch lediglich reine Eigenkapitalbeteiligungen in der Angebots-, Planungs- und Bauphase vornehmen, um ihren großen definierten Gestaltungsrahmen entsprechend auszunutzen.<sup>1048</sup> Des Weiteren sollten REPE Fonds aus diesem Grund nur Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften eingehen, die Projekte mit einem großen

---

<sup>1046</sup> Diese Handlungsoptionen werden in Kapitel 4.4 näher erläutert.

<sup>1047</sup> Vgl. Rebitzer, Rahmenbedingungen für REPE, 2006, S. 59.

<sup>1048</sup> REPE Fonds, die für private Anleger aufgelegt werden, sollten Beteiligungen an einer GmbH erwerben. Bei einer Beteiligung an einer KG unterliegen die Anleger sonst dem gewerblichen Grundstückshandel. Vgl. Rottke, Real Estate Private Equity, 2004, S. 68.



erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen realisieren. Darüber hinaus wird empfohlen, dass der Mindestanteil einer Beteiligung über 25% liegt, damit REPE Fonds sich ein gewisses Mitspracherecht innerhalb der PPP-Projektgesellschaft sichern.<sup>1049</sup>

REPE Fonds sind selbst Vehikel für **indirekte Beteiligungen** institutioneller Investoren, die in PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau investieren wollen. Indirekte Beteiligungen kommen aufgrund des sehr geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens für REPE Fonds nicht in Betracht.

### 5.6.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für REPE Fonds

Die verschiedenen PPP-Wertschöpfungsphasen erfordern einen unterschiedlich großen Gestaltungsrahmen von einem Investor.<sup>1050</sup> Daher eignen sie sich nicht in jedem Fall für Investitionen von Real Estate Private Equity Fonds.

REPE Fonds können aufgrund ihres großen definierten Gestaltungsrahmens sehr gut Investitionen in PPP-Projekte in der risikoreichen **Angebotsphase** vornehmen. Dabei sollten sie sich in einem gewissen Umfang an den Angebotskosten beteiligen, sofern das Bieterkonsortium den Zuschlag für das Projekt nicht erhält. Des Weiteren eignet sich auch ein Engagement in der **Planungs- und Bauphase** sehr gut für REPE Fonds. Dies gilt vor allem für Projektentwicklungsfonds. Dabei werden insbesondere PPP-Immobilienarten und PPP-Vertragsmodelle empfohlen, die einen großen Gestaltungsrahmen erfordern.

Investitionen von REPE Fonds in PPP-Projekte in der **Inbetriebnahmephase** scheinen nur bei PPP-Konzessionsmodellen in einem begrenzten Umfang sinnvoll. Da bei diesen Projekten Auslastungsrisiken auf den privaten Partner übertragen werden, sind sie gerade in dieser PPP-Wertschöpfungsphase relativ risikoreich und erfordern einen mittleren Gestaltungsrahmen. Investitionen in der Inbetriebnahmephase sollten jedoch auf PPP-Immobilienarten mit einem großen erforderlichen Gestaltungsrahmen begrenzt und nur in einem geringen Umfang vorgenommen werden, um den definierten Gestaltungsrahmen von REPE Fonds auch auszunutzen.

Grundsätzlich eignen sich langfristige Investitionen in der **Betriebsphase** aufgrund des geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens kaum für REPE Fonds, die vor allem kurzfristig und renditeorientiert investieren. Daher ist für REPE Fonds normalerweise nach Beendigung oder auch schon während der Bauphase ein vorab geplanter Exit erforderlich. Dieser kann z.B. in Form eines Verkaufs des Projektes oder der Anteile an einer PPP-Projektgesellschaft an in der Betriebsphase agierende Investoren, wie offene PPP-Publikumsfonds, erfolgen.<sup>1051</sup>

Eine Möglichkeit für REPE Fonds, in der Betriebsphase eines PPP-Projektes zu agieren, ist die Investition in PPP-Projekte, die in Schwierigkeiten geraten sind. Vorstellbar sind hier zum Beispiel PPP-Konzessionsmodelle, bei denen ein regelmäßiger Einnahmenstrom ausbleibt. REPE Fonds können hier Umstrukturierungen oder Redvelopments vornehmen, um ggf. eine Marktanpassung des Projektes zu erreichen. Dabei muss jedoch der Verkäufer des

<sup>1049</sup> Vgl. Boll, Investitionen in PPP-Projekte, 2007, S.198.

<sup>1050</sup> Die PPP-Wertschöpfungsphasen werden in Kapitel 4.2 dargestellt.

<sup>1051</sup> Vgl. Achleitner / Wagner, REPE aus Kapitalmarktperspektive, 2006, S. 72; Sotelo, REITs - Herrschaftsformen, 2006, S. 544ff.

Projektes bzw. der Anteile an der Projektgesellschaft bereit sein, einen gewissen Abschlag zu gewähren. Nur so können REPE Fonds bei einem nach der Umstrukturierung angestrebten Verkauf auch eine entsprechende Wertschöpfung und damit Rendite für ihre Anleger erzielen. Des Weiteren muss der öffentliche Auftraggeber einer Umstrukturierung und ggf. einem Wechsel des privaten Auftragnehmers zustimmen.<sup>1052</sup>

Eine weitere Möglichkeit für ein Engagement von REPE Fonds besteht im Erwerb von PPP-Projekten in der **Verwertungsphase**. Diese Form des Engagements eignet sich bei Projekten, bei denen die Verwertung beim privaten Auftragnehmer liegt und sich diese am Ende der Vertragslaufzeit, z.B. aufgrund einer veränderten Marktsituation, als problematisch herausstellt. In dieser Phase kann ein REPE Fonds z.B. an der Revitalisierung oder am Redevlopment einer Immobilie mitwirken und das dafür notwendige Kapital einbringen. Der REPE Fonds partizipiert dann am Verkaufserlös der revitalisierten Immobilie am Markt.

### 5.6.3 PPP-Vertragsmodelle für REPE Fonds

Die in dieser Arbeit betrachteten PPP-Vertragsmodelle weisen spezifische Charakteristika und erforderliche Gestaltungsrahmen auf<sup>1053</sup> und eignen sich demnach in unterschiedlicher Weise für Investitionen von REPE Fonds.

Das **PPP-Inhabermodell** und das **PPP-Erwerbermodell** erfordern über den ganzen PPP-Wertschöpfungsprozess betrachtet einen geringen Gestaltungsrahmen. REPE Fonds sollten jedoch vor allem in der Angebots-, Planungs- und Bauphase investieren, in der auch bei diesen beiden PPP-Vertragsmodellen der erforderliche Gestaltungsrahmen größer ist. Daher scheinen Investitionen von REPE Fonds auch bei diesen Modellen in begrenztem Maße möglich. Grenzen bestehen hier insbesondere in Bezug auf die PPP-Immobilienarten, da sich REPE Fonds üblicherweise auf risikoreiche Immobilien spezialisieren, die von anderen Immobilieninvestoren gemieden werden. Grundsätzlich sollten sie vor allem PPP-Projekte als PPP-Inhaber- oder PPP-Erwerbermodell realisieren, die insgesamt einen großen Gestaltungsrahmen erfordern.

Dies gilt auch für das **PPP-FM-Leasing-** und das **PPP-Vermietungsmodell**, die in der Angebots-, Planungs- und Bauphase ebenfalls in beschränktem Umfang für Investitionen von REPE Fonds geeignet sind. Bei diesen beiden Modellen ergibt sich eine weitere Möglichkeit des Engagements von REPE Fonds am Ende der Vertragslaufzeit. Dies ist jedoch nur bei Projekten der Fall, bei denen die Verwertung nicht wie vorgesehen erfolgen kann und dadurch aufwendige Redevlopments notwendig werden. Auch bei derartigen PPP-Investitionen sollten REPE Fonds darauf achten, dass ihr großer definierter Gestaltungsrahmen auch ausgenutzt wird.

Sehr gut geeignet für Investitionen von REPE Fonds ist aufgrund des großen erforderlichen Gestaltungsrahmens das **PPP-Konzessionsmodell**. Da bei diesem Vertragsmodell das Auslastungs- bzw. Marktrisiko auf den privaten Partner übertragen wird, bestehen auch große Wertentwicklungsmöglichkeiten. Diese kann ein REPE Fonds bei einem Verkauf der

---

<sup>1052</sup> Eine weitere Voraussetzung ist die vergaberechtliche Zulässigkeit.

<sup>1053</sup> Diese werden in Kapitel 4.1 betrachtet.

Anteile bspw. nach erfolgreicher Inbetriebnahme abschöpfen. Auch wenn ein PPP-Konzessionsmodell in der Betriebsphase aufgrund nicht ausreichender Nachfrage in Schwierigkeiten geraten ist, eignen sich REPE Fonds, um die entsprechenden Sanierungsmaßnahmen vorzunehmen.

#### 5.6.4 PPP-Immobilienarten für REPE Fonds

Die Eigenschaften und der daraus resultierende erforderliche Gestaltungsrahmen der verschiedenen PPP-Immobilienarten<sup>1054</sup> beeinflussen ebenso die Investitionsmöglichkeiten von REPE Fonds.

Grundsätzlich eignen sich für Investitionen von REPE Fonds vor allem risikoreiche PPP-Immobilienarten, für die ein Immobilieninvestor einen mittleren bis großen definierten Gestaltungsrahmen aufweisen sollte. Daher gehören **PPP-Verwaltungsimmobilien** und **PPP-Schulimmobilien**, die durch einen geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen charakterisiert sind und zudem zumeist über das PPP-Inhabermodell oder das PPP-Erwerbermodell realisiert werden, nicht zu potentiellen Anlageobjekten für REPE Fonds.

Investitionen in **PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien**, **nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien** sowie **sonstige PPP-Immobilien** und **PPP-Sicherheitsimmobilien** in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase bieten sich jedoch gut für REPE Fonds an. Werden diese Immobilienarten über das PPP-Konzessionsmodell abgewickelt, sind auch Investitionen in der Inbetriebnahmephase sinnvoll, da hier der erforderliche Gestaltungsrahmen relativ groß ist. Entscheidend für eine Investitionsentscheidung sind auch das Konzept des Projektes sowie der Betreiber.

REPE Fonds eignen sich sehr gut für Investitionen in **hoch-technische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien**, da diese aufgrund ihrer hohen Komplexität einen großen Gestaltungsrahmen erfordern, über den REPE Fonds verfügen. Auch hier sollten REPE Fonds auf ein Engagement in der Betriebsphase verzichten und sich auf PPP-Projekte konzentrieren, bei denen das Auslastungsrisiko beim privaten Auftragnehmer liegt, um ihren großen definierten Gestaltungsrahmen ausschöpfen zu können.

#### 5.6.5 Fazit für REPE Fonds

PPP-Investitionen mit einem großen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen können sehr gut von Real Estate Private Equity Fonds vorgenommen werden, da diese über einen entsprechend großen definierten Gestaltungsrahmen verfügen.

REPE Fonds sollten vor allem als PPP-Erstinvestoren in der Angebots-, Planungs- und Bauphase agieren. Dabei eignen sie sich in dieser Phase vor allem als Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen, die vom Finanzierungs-Know-how und vom Kapital der REPE Fonds profitieren wollen. Gleichmaßen sind REPE Fonds über reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften wichtige Partner für strategische Investoren auf dem PPP-Primärmarkt. Dies ist insbesondere bei hochtechnischen Gesundheits- und Hochschulimmobilien von Bedeutung, die von einem Investor einen großen Gestaltungsrahmen erfordern.

---

<sup>1054</sup> Die PPP-Immobilienarten werden in Kapitel 4.3 detailliert analysiert.

REPE Fonds können sehr gut Auslastungsrisiken im Rahmen des PPP-Konzessionsmodells übernehmen. Ihr Engagement sollte jedoch nach der Inbetriebnahmephase, z.B. durch einen Verkauf des Projektes oder der Anteile an der PPP-Projektgesellschaft an einen Zweitmarktinvestor, beendet werden. Damit übernehmen sie eine wichtige Rolle als Anbieter für institutionelle Investoren, die vor allem auf dem Zweitmarkt agieren. Des Weiteren sind sie Vehikel für indirekte Beteiligungen von institutionellen Investoren, wie offenen Immobilien-Publikumsfonds oder Versicherungen.

## 5.7 Die Rolle von Lebensversicherungen bei PPP-Investitionen

Auch Lebensversicherungen, dazu zählen Versicherungen und Pensionskassen,<sup>1055</sup> sind potentielle Investoren für PPP-Projekte. Sie eignen sich jedoch aufgrund ihres geringen definierten Gestaltungsrahmens und der Tatsache, dass die Anlage in Immobilien nicht zu ihrem Kerngeschäft zählt, nur für PPP-Investitionen mit einem **geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen**.<sup>1056</sup>

### 5.7.1 PPP-Handlungsoptionen für Lebensversicherungen

Für ein Engagement eines Investors auf dem PPP-Markt kommen grundsätzlich vier verschiedene Handlungsoptionen in Betracht,<sup>1057</sup> die sich in unterschiedlicher Weise für Lebensversicherungen eignen.

**Eigene PPP-Projektentwicklungen** erfordern einen großen Gestaltungsrahmen und umfassende Immobilienkompetenzen, über die Lebensversicherungen i.d.R. nicht verfügen. Sie eignen sich daher nicht für diese Form des Engagements auf dem PPP-Markt. Dies ist insbesondere auch der Fall, weil ihr Hauptgeschäftsbereich die Versicherungstätigkeit ist. Darüber hinaus sind Lebensversicherungen aufgrund rechtlicher Anlagevorschriften dazu gezwungen, Direktanlagen weitgehend mit Eigenkapital zu finanzieren,<sup>1058</sup> was bei einer solchen Investition zu höheren Finanzierungskosten aufgrund nicht durchführbarer Fremdfinanzierung führen würde.

Bedingt geeignet sind die **PPP-Projektentwicklungen in Kooperation**, bei denen sich Lebensversicherungen direkt in den PPP-Wertschöpfungsprozess einbringen können. Auf diese Form der Investition sollten sich jedoch nur Lebensversicherungen beschränken, die über eine mittlere bis hohe immobilienpezifische Managementkompetenz verfügen, ein Anlagevolumen in Immobilien größer als ca. 10 Mio. Euro im Jahr sowie einen Bestand an Immobilienanlagen von mehr als ca. 100 Mio. Euro aufweisen.<sup>1059</sup> Darüber hinaus wird empfohlen, das Engagement auf die Betriebsphase und PPP-Projekte, insbesondere PPP-Vertragsmodelle und PPP-Immobilienarten zu begrenzen, die lediglich einen geringen Gestaltungsrahmen erfordern.

---

<sup>1055</sup> Die Eigenschaften von Lebensversicherungen werden in Kapitel 3.7 dargestellt.

<sup>1056</sup> Da sie nicht zu den Immobilienanlagevehikeln zählen, werden sie an dieser Stelle der Arbeit behandelt und fallen aus der Reihung nach dem definierten Gestaltungsrahmen heraus.

<sup>1057</sup> Diese werden in Kapitel 4.4 dargestellt.

<sup>1058</sup> Vgl. Schulte / Walbröhl, Immobilien Asset Management, 2002, S. 663; Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 177ff.

<sup>1059</sup> Im Jahr 2002 gab es 19 Lebensversicherungen mit einem Immobilienbesitz größer als 100 Mio. Euro. Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 59.

Geeigneter für Investitionen von Versicherungen auf dem PPP-Markt erscheint eine reine Kapitalbeteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft, da sich Versicherungen hier auf die Bereitstellung von Kapital und die Kontrolle der Anlage konzentrieren können. Diese Investitionsmöglichkeit sollte jedoch ebenfalls auf die Betriebsphase und einen geringen Gestaltungsrahmen erfordernde PPP-Projekte beschränkt bleiben.

Unter ökonomischen Gesichtspunkten können Versicherungen neben reinem Eigenkapital auch Formen des Mezzanine-Kapitals investieren, indem sie z.B. eine stille Beteiligung an einer PPP-Projektgesellschaft eingehen. Auch die Vergabe von Fremdkapital in Form von Darlehen ist aufgrund des geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens theoretisch - die rechtliche Zulässigkeit vorausgesetzt - eine weitere Möglichkeit für Lebensversicherungen, sich auf dem PPP-Markt zu engagieren. Darüber hinaus können Versicherungen auch in Anleihen investieren, mit denen PPP-Projekte finanziert werden. Sie gehören damit auch zu den potentiellen Fremdkapitalfinanzierern eines PPP-Projektes.

Sehr gut eignen sich Versicherungen für **indirekte Investitionen** in PPP-Projekte. Sie können z.B. indirekte Beteiligungen an offenen PPP-Spezialfonds<sup>1060</sup> oder REIT-Aktien erwerben, die dem Sicherungsvermögen zugerechnet werden können. Dies ist auch bei klassischen Immobilieninvestitionen die bevorzugte Anlageform.

Vorteilhaft bei dieser Form der Investition ist, dass sich Versicherungen auf das Controlling der Anlage beschränken können und die interne Genehmigung von Beteiligungen häufig einfacher ist als der direkte Immobilienerwerb. Hinzu kommt, dass Lebensversicherungen zum größten Teil von der Steuer befreit sind und sie daher nur durch die indirekte Immobilienanlage steuerliche Vorteile aus Abschreibungen nutzen können.<sup>1061</sup> Des Weiteren wird Versicherungen durch die indirekte Immobilienanlage eine Möglichkeit zur Fremdfinanzierung und damit zur Erzielung von Leverage-Effekten gegeben. Die indirekte Beteiligung hat für Versicherungen außerdem bilanzielle Vorteile.<sup>1062</sup> Zudem können Versicherungen auch Kapitalanlagegesellschaften als Tochtergesellschaften gründen und offene Immobilien- oder PPP-Fonds auflegen.<sup>1063</sup>

### 5.7.2 PPP-Wertschöpfungsphasen für Lebensversicherungen

Die Charakteristika der verschiedenen PPP-Wertschöpfungsphasen werden in Kapitel 4.2 ausführlich analysiert und der erforderliche Gestaltungsrahmen für jede Phase abgeleitet. Dieser ist auch ausschlaggebend für ein Engagement von Lebensversicherungen.

<sup>1060</sup> Der Anteil der Versicherungen am Fondsvermögen von offenen Immobilien-Spezialfonds beträgt 74%. Die Tendenz ist stetig steigend. Vgl. Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 177; ZEW / EBS, REITs – Best Practice, 2005, S. 113.

<sup>1061</sup> Vgl. Walz / Walbröhl, Versicherungen und Pensionskassen, 2005, S. 179.

<sup>1062</sup> So müssen in Unternehmen, die nach internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) bilanzieren, Beteiligungen an Immobilien-Spezialfonds unter 20% nicht konsolidiert werden, Beteiligungen von bis zu 50% werden „at equity“ konsolidiert und darüber hinausgehende Beteiligungen werden voll konsolidiert. Vgl. Berg / Deisenrieder, Versicherungsgesellschaften, 2007, S. 483; Nack, Direkte vs. indirekte, 2007, S. 150f.

<sup>1063</sup> Diese werden nicht als Versicherungen erfasst. Vgl. Bulwien, Immobilieninvestoren und -anlageprodukte, 2005, S. 58.

Demnach eignen sich Versicherungen nicht für Investitionen in der risikoreichen **Angebots-** oder in der **Planungs- und Bauphase** eines PPP-Projektes. In diesen Phasen ist ein großer Gestaltungsrahmen und spezielles PPP-Know-how, bspw. zur Angebotserstellung oder zur Steuerung der Beteiligten in der Bauphase, erforderlich. Daher scheinen hier weder PPP-Projektentwicklungen noch reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften für Investitionen von Lebensversicherungen empfehlenswert.

Investitionen in der **Inbetriebnahmephase** sind für Lebensversicherungen nur begrenzt geeignet. Sie sollten zumindest bei komplexeren PPP-Projekten erst investieren, wenn sich der Betrieb nach einer gewissen Testphase eingespielt hat, da sonst der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen des Projektes zu hoch wird und nicht dem geringen definierten Gestaltungsrahmen von Versicherungen entspricht.

Die **Betriebsphase** eignet sich sehr gut für Investitionen von Lebensversicherungen, da sich mit der Beendigung der Bauphase eines PPP-Projektes und einem erfolgreichen Start des Betriebs der erforderliche Gestaltungsrahmen und das Risikoprofil deutlich ändern. Hier sind vor allem Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften empfehlenswert. Bei dieser Form der Investition sollten Versicherungen die bestehenden Verträge sowie insbesondere die beauftragten Betreiber prüfen, bevor sie eine Investitionsentscheidung treffen.

Die Übernahme der **Verwertung** des Projektes durch Versicherungen ist grundsätzlich vorstellbar, da sich hier die Möglichkeit ergibt, zusätzliche Wertsteigerungen zu heben. Ein Engagement bei Projekten, bei denen auch die Verwertung übertragen wird, hängt jedoch wesentlich von der PPP-Immobilienart ab. Versicherungen sollten bei einer Investition grundsätzlich darauf achten, dass das PPP-Projekt einen geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen aufweist.

### 5.7.3 PPP-Vertragsmodelle für Lebensversicherungen

Auch die PPP-Vertragsmodelle unterscheiden sich in ihren Charakteristika und dem erforderlichen Gestaltungsrahmen<sup>1064</sup> und damit in der Eignung für Investitionen von Lebensversicherungen.

So eignen sich das **PPP-Inhabermodell** und das **PPP-Erwerbermodell** aufgrund des geringen erforderlichen Gestaltungsrahmens sehr gut für ein PPP-Engagement von Versicherungen. Das Wertentwicklungspotential ist zwar bei diesen Vertragsmodellen gering, Versicherungen können jedoch bei einer Beteiligung von langfristig sicheren Einnahmen der Projektgesellschaft und damit einem relativ geringen Risiko profitieren. Dabei sollten bei einer Investition der Lebensversicherungen die oben gemachten Einschränkungen hinsichtlich der geeigneten PPP-Handlungsoptionen und PPP-Wertschöpfungsphasen berücksichtigt werden.

Des Weiteren können Lebensversicherungen grundsätzlich gut in **PPP-FM-Leasing-** und **PPP-Vermietungsmodelle** investieren, da der Investor hier die Chance hat, die Wertentwicklungspotentiale der Immobilien zu nutzen. Diese Modelle erfordern einen mittleren Gestaltungsrahmen, weshalb für Lebensversicherungen empfohlen wird, hier lediglich reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase

---

<sup>1064</sup> Siehe zu den Eigenschaften von PPP-Vertragsmodellen in Kapitel 4.1.

vorzunehmen. Zudem sollten Versicherungen in PPP-Immobilienarten investieren, die einen geringen Gestaltungsrahmen erfordern. Nur dann kann sichergestellt werden, dass der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition gering ist und damit dem definierten Gestaltungsrahmen von Versicherungen entspricht.

Die Möglichkeit, Wertentwicklungen der Immobilie heben zu können, trifft bei PPP-Vermietungsmodellen uneingeschränkt zu. Die Voraussetzung dafür ist beim PPP-FM-Leasingmodell, dass der öffentliche Auftraggeber seine Kaufoption nicht ausübt. So können Versicherungen bei einer Beteiligung an einer Projektgesellschaft, die diese Modelle realisiert, am Ende der Vertragslaufzeit durch den Verkauf der Immobilien zusätzliche Einnahmen generieren. Für eine erfolgreiche Verwertung spielen jedoch die Nutzung und die Drittverwendungsfähigkeit sowie die Lage der Immobilie eine entscheidende Rolle.

Versicherungen übernehmen theoretisch auch Auslastungsrisiken, z.B. bei der Vermietung von Gewerbeimmobilien, bei denen sie diese Risiken sehr gut einschätzen können. Investitionen in **PPP-Konzessionsmodelle** werden jedoch nicht empfohlen, da diese vor allem für Freizeit- und Kulturimmobilien oder Parkhäuser angewandt werden. Dabei handelt es sich um Betreiberimmobilien, bei denen die Erträge vom zugrunde liegenden Konzept und dem wirtschaftlichen Erfolg des Betreibers abhängig sind. Daher ist der erforderliche Gestaltungsrahmen bei diesen Projekten höher als bei Verwaltungsimmobilien und demnach nicht für Investitionen von Versicherungen geeignet.

#### 5.7.4 PPP-Immobilienarten für Lebensversicherungen

Die PPP-Immobilienarten gehen mit spezifischen Eigenschaften sowie erforderlichen Gestaltungsrahmen einher<sup>1065</sup> und eignen sich demnach in unterschiedlichem Maße für Investitionen von Lebensversicherungen.

Da Lebensversicherungen lediglich über einen geringen definierten Gestaltungsrahmen verfügen und ihr Fokus auf Gewerbeimmobilien liegt, eignen sie sich sehr gut für Investitionen in **PPP-Verwaltungsimmobilien**. Diese weisen eine geringe Komplexität beim Bau und im Betrieb sowie eine hohe Drittverwendungsfähigkeit auf und entsprechen damit sehr gut den Anforderungen und Fähigkeiten von Versicherungen. Über die gleichen Eigenschaften verfügen i.d.R. auch **PPP-Schulimmobilien**. Bei diesen beiden Immobilienarten können sich große und erfahrene Versicherungen<sup>1066</sup> auch operativ in der Betriebsphase einbringen, wenn der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition gering ist.

Im Gegensatz dazu sind Investitionen von Versicherungen in **nicht-hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, sonstige PPP-Immobilien** oder **PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien** nur begrenzt empfehlenswert. Die genannten PPP-Immobilienarten sind im Bau und Betrieb relativ komplex und erfordern daher einen mittleren Gestaltungsrahmen und PPP-Know-how, über das Lebensversicherungen i.d.R. nicht verfügen. Eine Investitionsmöglichkeit ergibt sich hier jedoch in begrenztem Maße für große Versicherungen. Unter Berücksichtigung des erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmens der

<sup>1065</sup> Die verschiedenen PPP-Immobilienarten werden in Kapitel 4.3 dargestellt.

<sup>1066</sup> Siehe dazu in Kapitel 5.7.1.

PPP-Investition sollte sich das Engagement auch von großen Versicherungen dabei auf reine Kapitalbeteiligungen in der Betriebsphase beschränken. Zudem wird empfohlen, hier nur in einem begrenzten Umfang zu investieren, um eine Risikodiversifikation im Vermögen der Versicherung aufrechtzuerhalten.

Grundsätzlich sind bei diesen PPP-Immobilienarten eher indirekte Investitionen, z.B. über indirekte Beteiligungen an einem offenen PPP-Spezialfonds, zu empfehlen. Diese Investitionsmöglichkeit entspricht eher dem geringen definierten Gestaltungsrahmen von Lebensversicherungen.

**PPP-Sicherheitsimmobilien** sowie **hochtechnische PPP-Hochschul-** und **PPP-Gesundheitsimmobilien** sind sehr komplexe Immobilienarten, die einen großen Gestaltungsrahmen und spezifisches Immobilien-Know-how für ein Engagement eines Investors erfordern. Lebensversicherungen eignen sich daher für keine Form der Investition in diese PPP-Immobilienarten.

#### 5.7.5 Fazit für Lebensversicherungen

Der geringe definierte Gestaltungsrahmen von Lebensversicherungen wird dadurch verstärkt, dass die Immobilienanlage nicht zu ihrem Kerngeschäft gehört. Sie sind demnach typische Investoren auf dem PPP-Zweitmarkt. Daraus ergibt sich für Bau- und Betreiberunternehmen sowie andere Primärinvestoren die Möglichkeit, Eigenkapitalanteile an Versicherungen nach Beendigung der Bauphase zu veräußern.

Lebensversicherungen sollten sich grundsätzlich auf PPP-Investitionen mit einem geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen beschränken. So eignen sich insbesondere risikoarme PPP-Immobilienarten, wie Verwaltungs- und Schulimmobilien, und PPP-Vertragsmodelle ohne Auslastungsrisiken.

Den höchsten Stellenwert nehmen Lebensversicherungen jedoch als indirekte PPP-Investoren ein. So können sie ihr Kapital in Immobilienanlagevehikel, wie REITs oder offene PPP-Spezialfonds, die sich auf dem PPP-Markt engagieren, anlegen.

### 5.8 Zusammenfassung des fünften Kapitels

Im vorangegangenen Kapitel 5 wurden PPP-Investitionsmodelle für die einzelnen Immobilieninvestoren entwickelt, die in der folgenden Matrix systematisch zusammengefasst werden. Diese zeigt, in welcher Form und in welcher PPP-Wertschöpfungsphase die untersuchten Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt agieren sollten sowie welche PPP-Vertragsmodelle und welche PPP-Immobilienarten für eine Investition geeignet sind.

Im darauf folgenden Kapitel 6 werden die Ergebnisse der Arbeit kurz zusammengefasst, ein Ausblick gegeben und der weitere Forschungsbedarf aufgezeigt.



**Tabelle 7: Übersicht über PPP-Investitionsmöglichkeiten der Immobilieninvestoren**<sup>1067</sup>

Investoren Investitionen	Offene Immobilien-Publikumsfonds (Immobilien-Sondervermögen)	Offene PPP-Publikumsfonds (Infrastruktur-Sondervermögen)	Offene PPP-Spezialfonds (Infrastruktur-Spezial-Sonderv.)	Geschlossene Immobilienfonds	Real Estate Investment Trusts (REITs)	Real Estate Private Equity Fonds (REPE Fonds)	Versicherungen / Pensionskassen
<b>Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt</b>							
Eigene PPP-Projektentwicklung	Nicht geeignet: weder in Bau- noch in Betriebsphase	Bedingt geeignet: nur in Betriebsphase geeignet	Bedingt geeignet: nur in Betriebsphase gut geeignet	Gut geeignet: wenn institutionelle Anleger und Know-how vorhanden, in Angebots-, Bau- und Betriebsphase	Gut geeignet: wenn Know-how vorhanden, in Angebots-, Bau- und Betriebsphase	Sehr gut geeignet: wenn Know-how vorhanden, aber nur in Angebots- und Bauphase, öff. AG bevorzugt aber langfristigen Investor	Nicht geeignet: weder in Bau- noch in Betriebsphase
PPP-Projektentwicklung in Kooperation	Nicht geeignet: weder in Bau- noch in Betriebsphase	Bedingt geeignet: nur in Betriebsphase gut geeignet	Bedingt geeignet: in Bauphase geeignet, in Betriebsphase sehr gut geeignet	Sehr gut geeignet: für Markteinstieg, in Angebots-, Bau- und Betriebsphase	Sehr gut geeignet: für Markteinstieg, in Angebots-, Bau- und Betriebsphase	Sehr gut geeignet: aber nur in Angebots- und Bauphase, PPP-Projekte mit hohem erf. GGR	Bedingt geeignet: nur in Betriebsphase, nur große Unternehmen
Reine Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesellschaft	Gut geeignet: nur in Betriebsphase, jedoch nach InvG nicht zulässig	Gut geeignet: in Betriebsphase sehr gut geeignet, in Angebots- und Bauphase geeignet, nach InvG aber nicht zulässig	Sehr gut geeignet: in Angebots-, Bau- und Betriebsphase, PPP-Projekte mit geringem bis mittlerem erf. GGR <sup>1068</sup>	Gut geeignet: wenn Einkunftsart aus Vermietung und Verpachtung, in Angebots-, Bau- und Betriebsphase, PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Gut geeignet: in Angebots-, Bau- und Betriebsphase, PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Gut geeignet: aber nur in Angebots- und Bauphase, PPP-Projekte mit hohem erf. GGR	Gut geeignet: nur in Betriebsphase
Indirekte Beteiligung	Sehr gut geeignet: z.B. Erwerb von REIT-Aktien (§ 80 InvG)	Gut geeignet: z.B. Erwerb von REIT-Aktien (§ 80 InvG)	Gut geeignet: z.B. Erwerb von REIT-Aktien (§ 80 InvG)	Nicht geeignet: indirekte Beteiligung eher untypisch	Nicht geeignet: indirekte Beteiligung eher untypisch	Nicht geeignet: indirekte Beteiligung eher untypisch	Sehr gut geeignet: z.B. Erwerb von REIT-Aktien oder Anteilen an Fonds

<sup>1067</sup> Eigene Darstellung.<sup>1068</sup> Erf. GGR – erforderlicher Gesamtgestaltungsrahmen

Investoren / Investitionen	Offene Immobilien-Publikumsfonds	Offene PPP-Publikumsfonds	Offene PPP-Spezialfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Real Estate Investment Trusts	REPE Fonds	Versicherungen / Pensionskassen
<b>PPP-Wertschöpfungsphase</b>							
Angebotsphase	Nicht geeignet	Bedingt geeignet: nur (Kapital) Beteiligung an Bieterkonsortium bzw. PPP-Projektgesellschaft (Beimischung), jedoch nach InvG nicht zulässig	Geeignet: PPP-Projektentwicklung in Kooperation geeignet, (Kapital) Beteiligung an Bieterkonsortium bzw. PPP-Projektgesellschaft gut geeignet	Gut geeignet: PPP-Projektentwicklung allein geeignet, in Kooperation gut geeignet, (Kapital) Beteiligung an Bieterkonsortium bzw. PPP-Projektgesellschaft sehr gut geeignet	Gut geeignet: PPP-Projektentwicklung allein / in Kooperation geeignet, (Kapital) Beteiligung an Bieterkonsortium bzw. PPP-Projektgesellschaft gut geeignet	Sehr Gut geeignet	Nicht geeignet:
Planungs- und Bauphase	Nicht geeignet					Sehr Gut geeignet	Nicht geeignet:
Inbetriebnahme-phase	Nicht geeignet	Gut geeignet: PPP-Projekte mit geringem erf. GGR	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit geringem bis mittlerem erf. GGR	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Bedingt geeignet: PPP-Projekte mit hohem erf. GGR	Bedingt geeignet: PPP-Projekte mit geringem erf. GGR
Betriebsphase	Gut geeignet: als Beimischung	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit geringem erf. GGR	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit geringem bis mittlerem erf. GGR	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Sehr gut geeignet: PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Bedingt geeignet: PPP-Projekte mit hohem erf. GGR	Sehr gut geeignet
Verwertungsphase	Geeignet	Gut geeignet	Sehr gut geeignet	Sehr gut geeignet	Sehr gut geeignet	Bedingt geeignet: nur bei notwendigem Redevelopment	Geeignet
<b>PPP-Vertragsmodelle</b>							
PPP-Inhabermodell	Sehr gut geeignet: Voraussetzung: Zulässigkeit der Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesellschaft	Sehr gut geeignet: bei schuldrechtlicher Nutzungsüberlassung / Nießbrauch nur Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesellschaft	Gut geeignet: bei schuldrechtlicher Nutzungsüberlassung nur Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesellschaft, PPP-Projekte mit geringem bis mittlerem erf. GGR	Bedingt geeignet: nur Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesellschaft, Risikodiversifikation von Multi-Property-Funds, PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR	Bedingt geeignet: aber schuldrechtliche Nutzungsüberlassung / Nießbrauch darf von REITs nicht erworben werden	Bedingt geeignet: aber nur in Angebots- und Bauphase, PPP-Projekte mit hohem erf. GGR	Sehr gut geeignet
PPP-Erwerbermodell	Sehr gut geeignet	Sehr gut geeignet	Gut geeignet, PPP-Projekte mit geringen-mittlerem erf. GGR		Bedingt geeignet: zur Diversifikation, PPP-Projekte mit mittlerem erf. GGR		Sehr gut geeignet

Investoren Investitionen	Offene Immobilien- Publikumsfonds	Offene PPP- Publikumsfonds	Offene PPP- Spezialfonds	Geschlossene Immobilienfonds	Real Estate Investment Trusts	REPE Fonds	Versicherungen / Pensionskassen
PPP-FM-Leasing- und PPP- Vermietungsmodell	Gut Geeignet: abhängig von PPP- Immobilienart	Gut Geeignet: abhängig von PPP- Immobilienart	Sehr gut geeignet	Sehr gut geeignet	Sehr gut geeignet	Bedingt geeignet: aber nur in Angebots-, Bau- und Verwertungsphase, PPP-Projekte mit hohem erf. GGR	Gut Geeignet: aber nur Kapital- beteiligung an PPP- Projektgesellschaft, abhängig von PPP- Immobilienart
PPP-Konzes- sionsmodell	Nicht geeignet	Nicht geeignet	Bedingt geeignet: Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesell- schaft in der Betriebsphase	Bedingt geeignet: abhängig von PPP- Immobilienart, Konzept und Lage	Bedingt geeignet: abhängig von PPP- Immobilienart, Konzept und Lage	Sehr gut geeignet: aber nur in Angebots-, Bau- und Inbetriebnahme- phase	Nicht geeignet
<b>PPP-Immobilienart</b>							
PPP-Verwaltungs- und PPP- Schulimmobilien	Sehr gut geeignet: da Kernkompetenz	Sehr gut geeignet: da Kernkompetenz	Gut geeignet: da Kernkompetenz, PPP-Projektentwick- lung in Kooperation sehr gut geeignet	Bedingt geeignet: PPP-Projektentwick- lung bei PPP-FM- Leasing- oder PPP- Vermietungsmodell sehr gut geeignet	Bedingt geeignet: PPP-Projektentwick- lung bei PPP-FM- Leasing- oder PPP- Vermietungsmodell gut geeignet	Nicht geeignet	Sehr gut geeignet: da Kernkompetenz
nicht-hochtechni- sche PPP-Hoch- schul und Gesund- heitsimmobilien, PPP-Freizeit- und Kultur- sowie Sicherheitsimmo- bilien, Sonstige PPP-Immobilien	Nicht geeignet	Bedingt geeignet: aber nur Kapital- beteiligung an PPP- Projektgesellschaft in Betriebsphase geeignet (Bauphase nicht geeignet)	Geeignet: Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesell- schaft, PPP- Projektentwicklung jedoch nur in Kooperation, möglichst kein PPP- Konzessionsmodell	Gut geeignet: Kapitalbeteiligung an PPP-Projektgesell- schaft, PPP- Projektentwicklung jedoch nur in Kooperation	Sehr gut geeignet: da sehr gute Möglichkeiten der Spezialisierung auf eine bestimmte PPP- Immobilienart	Gut geeignet: als PPP- Konzessionsmodell sehr gut geeignet	Bedingt geeignet: aber nur Kapital- beteiligung an PPP- Projektgesellschaft in begrenztem Umfang in Betriebsphase, eher indirekte Beteiligung, z.B. an einem PPP- Spezialfonds
Hochtechnische PPP-Hochschul- und Gesund- heitsimmobilien	Nicht geeignet	Nicht geeignet	Nicht geeignet	Bedingt geeignet: nur Kapital- beteiligung an PPP- Projektgesellschaft in Betriebsphase	Bedingt geeignet: nur Kapital- beteiligung an PPP- Projektgesellschaft in Betriebsphase	Sehr gut geeignet	Nicht geeignet



---

## 6 Zusammenfassung und Ausblick

Im folgenden Kapitel werden die wichtigsten Ergebnisse der Arbeit zusammengefasst und ein kurzer Ausblick auf die zukünftigen Entwicklungen sowie den weiteren Forschungsbedarf auf diesem Gebiet gegeben.

### 6.1 Zusammenfassung der Ergebnisse

Hintergrund und Motivation der vorliegenden Arbeit war die stetig steigende Zahl und Bedeutung von PPP-Projekten im öffentlichen Hochbau in Deutschland und der damit im Zusammenhang stehende wachsende Bedarf an Eigenkapital. Dieser Bedarf kann jedoch nicht allein von den bisher auf dem PPP-Markt agierenden Bauunternehmen gedeckt werden, da diese über eine sehr geringe Eigenkapitalquote verfügen. Folglich müssen alternative Investoren in die Realisierung von PPP-Projekten eingebunden werden.

Immobilieninvestoren gehören zu den potentiellen Investoren auf dem PPP-Markt. Für sie stellen PPP-Projekte im öffentlichen Hochbau eine interessante und vergleichsweise risikoarme Investitionsalternative dar. Trotzdem verfügen sie bisher kaum über PPP-Know-how oder Erfahrungen mit diesen Projekten. Daher untersuchte die Arbeit die Eignung verschiedener Immobilieninvestoren für Investitionen in PPP-Hochbauprojekte. Es wurden theoretische PPP-Investitionsmodelle entwickelt, in denen dargelegt wurde, welche der verschiedenen PPP-Vertragsmodelle, PPP-Immobilienarten, PPP-Wertschöpfungsphasen und PPP-Handlungsoptionen für welche Immobilieninvestoren geeignet sind. Des Weiteren wurden die Immobilieninvestoren für die bisher schon auf dem PPP-Markt agierenden Bauunternehmen, insbesondere den Mittelstand, als potentielle Kooperationspartner auf dem PPP-Primärmarkt, als Exitpartner auf dem PPP-Zweitmarkt oder als Wettbewerber klassifiziert. Diese Thematik ist auch für die öffentliche Hand von Interesse, da der durch den Markteintritt neuer Investoren erhöhte Wettbewerb die Konditionen der PPP-Verträge verbessert und die Einbindung des Mittelstandes in PPP-Projekte ausdrückliches Ziel ist.

In der Arbeit wurden Konzepte der verbal und qualitativ argumentierenden Neuen Institutionenökonomik angewendet. Die Theorie diente der Herleitung eines Analyserahmens in Kapitel 2. Dabei wurden Immobilienanlagevehikel bzw. -investoren als institutionelle Ausgestaltung einer Prinzipal-Agent-Beziehung (PA) aufgefasst, bei der der Anleger als Prinzipal die Kapitalanlage an den Immobilieninvestor als Agent delegiert. Es wurde gezeigt, dass die geschäftlichen Aktivitäten eines Immobilieninvestors durch den normierten Handlungsspielraum und die weitere Ausgestaltung der PA-Beziehung, d.h. die Rechte des Prinzipals und die Anreize für den Agenten, determiniert werden. Zusammengeführt wurden diese beiden Kategorien unter dem Begriff des definierten Gestaltungsrahmens, der als Rahmen der geschäftlichen Aktivitäten des Immobilieninvestors verstanden wurde, der dessen PPP-Investitionsmöglichkeiten sowie dessen Rolle auf dem PPP-Markt bestimmt.

Im Zentrum der folgenden Analyse stand demnach die Erkenntnis, dass die Eignung eines Immobilieninvestors für eine PPP-Investition davon abhängt, ob sein definierter Gestaltungsrahmen zum erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen des PPP-Projektes passt. Letzterer wird durch die Wahl des PPP-Vertragsmodells, die PPP-Immobilienart, die PPP-Wertschöpfungsphase sowie die gewählte Handlungsoption des Investors auf dem PPP-Markt determiniert.

In Kapitel 3 wurden die verschiedenen Immobilieninvestoren hinsichtlich ihres definierten Gestaltungsrahmens analysiert und klassifiziert. Die Determinanten eines PPP-Projektes wurden in Kapitel 4 untersucht und entsprechend ihres erforderlichen Gestaltungsrahmens systematisiert. Die Zusammenführung dieser beiden Kapitel und die Präsentation der Ergebnisse der Arbeit erfolgten in Kapitel 5. Dabei wurden folgende Gestaltungs- und Handlungsempfehlungen erarbeitet.

**Offene Immobilien-Publikumsfonds** eignen sich aufgrund ihres sehr geringen definierten Gestaltungsrahmens nur in begrenztem Umfang für Investitionen auf dem PPP-Zweitmarkt, auf dem Anteile an PPP-Projektgesellschaften veräußert werden. Sie sollten PPP-Projekte mit einem geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen anderen Immobilienanlagen beimischen. So eignen sich offene Immobilien-Publikumsfonds gut für Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase. Dadurch ermöglichen sie den ursprünglichen strategischen Investoren, wie Bau- und Betreiberunternehmen, einen Exit. Dafür müssen jedoch noch die rechtlichen Rahmenbedingungen im Investmentgesetz geschaffen werden. Daher wird aus institutionenökonomischer Perspektive empfohlen, Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase als Beimischung in den Anlagekatalog offener Immobilien-Publikumsfonds aufzunehmen. Durch eine solche Änderung des Investmentgesetzes wird Kapitalanlagegesellschaften, die derzeit lediglich offene Immobilien-Publikumsfonds für Gewerbeimmobilien auflegen, die Möglichkeit eröffnet, langsam in den PPP-Markt einzusteigen und Know-how für die Auflage offener PPP-Publikumsfonds aufzubauen. Dabei sollten sich offene Immobilien-Publikumsfonds jedoch auf PPP-Immobilienarten mit einem geringen erforderlichen Gestaltungsrahmen, wie Verwaltungs- und Schulimmobilien, und auf PPP-Vertragsmodelle ohne Markt- bzw. Auslastungsrisiken beschränken. Eine wichtige Rolle können offene Immobilien-Publikumsfonds auch als indirekte PPP-Investoren spielen, z.B. durch den Erwerb von Anteilen offener PPP-Spezialfonds oder Aktien von REITs, die auf dem PPP-Markt agieren.

Der Investitionsschwerpunkt von **offenen PPP-Publikumsfonds**, deren definierter Gestaltungsrahmen gering ist, liegt auf PPP-Projekten. Sie eignen sich sehr gut für direkte PPP-Investitionen auf dem Zweitmarkt. Aber auch auf dem Primärmarkt können sie in einem beschränkten Umfang in der Rolle des Finanzinvestors über reine Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften agieren. Sie sind damit wichtige strategische Partner für Bau- und Betreiberunternehmen: Zum einen können sie in einem begrenzten Umfang als Kapitalgeber in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase agieren, zum anderen treten sie als Exitpartner in der Betriebsphase auf. Für Kapitalbeteiligungen offener PPP-Publikumsfonds auf dem PPP-Primärmarkt müssen jedoch ebenfalls noch die rechtlichen Voraussetzungen im Investmentgesetz geschaffen werden. Hier wird auf Basis der ökonomischen Analyse empfohlen, den Anlagekatalog offener PPP-Publikumsfonds um Beteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Angebots-, Planungs- und Bauphase zu erweitern. Für PPP-Publikumsfonds eignen sich Verwaltungs- und Schulimmobilien sehr gut. Bei PPP-Immobilienarten, die einen mittleren Gestaltungsrahmen erfordern, sollten sie sich auf Kapitalbeteiligungen an PPP-Projektgesellschaften in der Betriebsphase beschränken, da sonst der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition zu groß ist. Des Weiteren wird auch für offene PPP-Publikumsfonds die Übernahme von Auslastungsrisiken im Rahmen des PPP-Konzessionsmodells nicht empfohlen.

**Offene PPP-Spezialfonds** treten aufgrund ihres geringen bis mittleren definierten Gestaltungsrahmens als Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen auf dem

PPP-Markt auf. Dabei sollten sie sich auf PPP-Investitionen mit einem geringen bis mittleren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen konzentrieren. Offene PPP-Spezialfonds können sowohl auf dem PPP-Primärmarkt als auch auf dem PPP-Zweitmarkt agieren. Daher können Bau- und Betreiberunternehmen bei einer Kooperation mit diesen Fonds sowohl von dem vorhandenen Know-how als auch von einem starken Finanzierungspartner, insbesondere hinsichtlich der Bereitstellung von Eigenkapital, profitieren. Sehr gut eignen sich PPP-FM-Leasing- und PPP-Vermietungsmodelle für Investitionen offener PPP-Spezialfonds. Auslastungsrisiken beim PPP-Konzessionsmodell sollten lediglich in einem begrenzten Umfang übernommen werden, wenn dadurch der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition nicht zu groß wird. Vor diesem Hintergrund eignen sich PPP-Immobilienarten mit einem geringen bis mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen in besonderem Maße. Dabei kann sich ein offener PPP-Spezialfonds bei der Realisierung einer PPP-Verwaltungsimmobilie auch durch die Übernahme immobilienbezogener Leistungen in die Projektrealisierung einbringen. Sie sind auch Vehikel für indirekte PPP-Investitionen von institutionellen Investoren, wie Lebensversicherungen.

Da **Geschlossene Immobilienfonds** über einen mittleren definierten Gestaltungsrahmen verfügen, sollten sie zunächst als potentielle Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen auf dem PPP-Markt auftreten. Dabei können sie sowohl als Erstinvestoren als auch als Investoren auf dem PPP-Zweitmarkt agieren. Von einer Kooperation mit einem geschlossenen Immobilienfonds als Finanzpartner kann insbesondere der bauindustrielle Mittelstand, aufgrund seiner vergleichsweise geringen Eigenkapitalausstattung, profitieren. Bei zunehmender Reife des PPP-Marktes und einem wachsenden Erfahrungsschatz ist jedoch davon auszugehen, dass geschlossene Immobilienfonds als PPP-Projektentwickler auch zu Wettbewerbern für strategische PPP-Investoren werden. Für die öffentlichen Auftraggeber kann ein dadurch erhöhter Wettbewerb vorteilhaft sein, da so die Konditionen der PPP-Verträge optimiert werden können. Für Investitionen geschlossener Immobilienfonds werden vor allem das PPP-FM-Leasing- und das PPP-Vermietungsmodell empfohlen. PPP-Inhaber- und PPP-Erwerbermodell eignen sich nur bedingt, da hier das wirtschaftliche Eigentum beim öffentlichen Auftraggeber verbleibt und damit insbesondere steuerliche Nachteile verbunden sind. Geschlossene Immobilienfonds sollten Investitionen in PPP-Immobilienarten mit einem geringen bis mittleren Gestaltungsrahmen vornehmen. Dabei sollte jedoch der erforderliche Gesamtgestaltungsrahmen der PPP-Investition mittleren Umfangs sein, um den definierten Gestaltungsrahmen geschlossener Immobilienfonds auszuschöpfen.

Auch **Real Estate Investment Trusts (REITs)** können aufgrund ihres mittleren definierten Gestaltungsrahmens als PPP-Projektentwickler zunächst als potentielle Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase auftreten. Dabei sollten sie vor allem in PPP-Projekte mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen investieren. Bei größerer Marktreife und zunehmenden Erfahrungen können REITs auch eigenständig PPP-Projektentwicklungen vornehmen und sich als Wettbewerber auf dem PPP-Markt etablieren. Dies kann auch hier aufgrund möglicher Konditionsoptimierungen vorteilhaft für die öffentlichen Auftraggeber sein. Zudem eignen sich REITs in einem gewissen Umfang auch als Investoren auf dem PPP-Zweitmarkt. Dabei sollten sie in PPP-Projekte investieren, bei denen sie ihren mittleren definierten Gestaltungsrahmen ausnutzen können. So eignen sich für REITs vor allem das PPP-FM-Leasing- und das Vermietungsmodell. Investitionen in Projekte mit Auslastungsrisiken sollten

nur in einem geringen Umfang vorgenommen werden. Darüber hinaus können PPP-Projekte mit einem geringeren erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen zur Risikodiversifikation des REIT-Vermögens beigemischt werden. Da REITs aufgrund des internen Managements sehr gut Spezial-Know-how aufbauen können, sollten sie sich auf PPP-Immobilienarten mit einem mittleren erforderlichen Gestaltungsrahmen, wie PPP-Freizeit- und Kulturimmobilien oder nicht-hochtechnische Hochschul- und Gesundheitsimmobilien, spezialisieren. REITs übernehmen zudem auch die Rolle des Immobilienanlagevehikels für indirekte Beteiligungen von institutionellen Investoren, wie offenen Immobilien-Publikumsfonds oder Versicherungen.

Investitionen in PPP-Projekte mit einem großen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen können sehr gut von **Real Estate Private Equity (REPE) Fonds** vorgenommen werden, da diese über einen großen definierten Gestaltungsrahmen verfügen. Sie sollten vor allem als PPP-Erstinvestoren in der Angebots- sowie in der Planungs- und Bauphase auf dem PPP-Markt agieren. Dabei sind sie auch als Gesellschafter der PPP-Projektgesellschaft und als Kooperationspartner für Bau- und Betreiberunternehmen geeignet, so dass diese von den Finanzierungskompetenzen und dem Kapital der REPE Fonds profitieren können. Dies ist insbesondere bei einem Einstieg in hochtechnische Gesundheits- und Hochschulimmobilien von Bedeutung, in die REPE Fonds sehr gut investieren können. REPE Fonds eignen sich ebenfalls sehr gut für die Übernahme von Markt- bzw. Auslastungsrisiken im Rahmen des PPP-Konzessionsmodells. Dabei sollte ihr Engagement jedoch spätestens nach der Inbetriebnahmephase durch einen geplanten Exit beendet werden, z.B. durch einen Verkauf des Projektes oder der Anteile an der PPP-Projektgesellschaft an einen Zweitmarktinvestor. Nur so können REPE Fonds ihren großen definierten Gestaltungsrahmen ausschöpfen.

Der geringe definierte Gestaltungsrahmen von **Lebensversicherungen** wird insbesondere dadurch verstärkt, dass die Immobilienanlage im Gegensatz zu den anderen behandelten Immobilieninvestoren nicht zu ihrem Kerngeschäft gehört. Daher sollten sie sich auf Investitionen in PPP-Projekte mit einem geringen erforderlichen Gesamtgestaltungsrahmen beschränken. Versicherungen sind demnach typische Investoren auf dem PPP-Zweitmarkt. Daraus ergibt sich für Bau- und Betreiberunternehmen sowie andere Primärinvestoren die Möglichkeit, ihre Eigenkapitalanteile zu veräußern. Den größten Stellenwert können Lebensversicherungen jedoch als indirekte Kapitalgeber für Immobilienanlagevehikel, wie offene PPP-Spezialfonds oder REITs, einnehmen.

Diese theoretisch fundierten Handlungs- und Gestaltungsempfehlungen legen systematisch die Investitionsmöglichkeiten der Immobilieninvestoren und deren wichtige Rolle auf dem PPP-Markt dar. Um diese Potentiale jedoch erschließen zu können, sollten die Empfehlungen zur Verbesserung der rechtlichen Rahmenbedingungen, insbesondere für offene Immobilien- und PPP-Publikumsfonds, umgesetzt werden.

### 6.2 Ausblick und weiterer Forschungsbedarf

Einige Immobilieninvestoren äußern derzeit noch die Kritik, dass der deutsche PPP-Markt ein bisher zu geringes Volumen aufweist, als dass sich für sie der Einstieg in das neue Geschäftsfeld PPP lohnen würde. Voraussetzung für ein Engagement der in dieser Arbeit betrachteten Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt ist der tatsächliche Bedarf an Eigenkapital, der insbesondere im öffentlichen Hochbau von der Finanzierungsform abhängig ist. Derzeit ist bei den bereits vergebenen PPP-Projekten die Forfaitierung mit Einredeverzicht als eigenkapitalschonende Form der PPP-Finanzierung noch dominant. Bei



steigenden Investitionsvolumina ist jedoch davon auszugehen, dass die Projektfinanzierung an Bedeutung gewinnt. Damit tritt dann die Frage nach alternativen Investoren, z.B. den hier behandelten Immobilieninvestoren, noch stärker in den Vordergrund.

Zudem besteht für Investoren auch die Möglichkeit, Investitionen in PPP-Projekte im europäischen Ausland vorzunehmen und diese mit deutschen PPP-Projekten zu mischen. So kann ein für einen Immobilieninvestor notwendiges kritisches Investitionsvolumen erreicht werden. An diesem Punkt ansetzend wird noch weiterer Forschungsbedarf gesehen. Es sollten z.B. Möglichkeiten zur Bündelung von PPP-Projekten<sup>1069</sup> untersucht werden, die größere Volumina für potentielle Investoren ermöglichen, dabei jedoch auch mittelständische Unternehmen in die Realisierung von PPP-Projekten einbeziehen. Durch eine solche Bündelung von Projekten wird der PPP-Markt für Immobilieninvestoren noch attraktiver.

Des Weiteren kann analysiert werden, welche Anreizmöglichkeiten für öffentliche Auftraggeber von PPP-Projekten bestehen, diese zunehmend über Projektfinanzierungen zu realisieren und, wie diese Anreize in der Praxis eingesetzt werden können. Interessant scheint es hier, z.B. die Auswirkungen der Einführung der doppelten Buchführung (Doppik) für öffentliche Haushalte und damit die Abschaffung der Kameralistik zu untersuchen. Mit zunehmender Zahl an PPP-Projektfinanzierungen steigen auch die Möglichkeiten für ein Engagement von Immobilieninvestoren auf dem PPP-Markt.

Ein weiterer möglicher Forschungsgegenstand ist die Analyse der Beziehung zwischen dem Immobilieninvestor als Prinzipal und den Gesellschaftern der PPP-Projektgesellschaft als Agenten hinsichtlich potentieller Prinzipal-Agent-Probleme. Diese werden im Rahmen der PPP-Handlungsoptionen auch in dieser Arbeit angesprochen. Darüber hinaus besteht auch zwischen dem öffentlichen Auftraggeber als Prinzipal und der PPP-Projektgesellschaft als Agent eine PA-Beziehung, die unter Annahme von Informationsasymmetrien und möglichem opportunistischen Verhalten zu Prinzipal-Agent-Problemen führen kann. Hier sollten Möglichkeiten der Ausgestaltung dieser mehrfachen PA-Beziehungen, z.B. in Form vertraglicher Regelungen, zur Vermeidung der PA-Probleme entwickelt werden. Solche Gestaltungsvorschläge können eine wichtige Hilfestellung zur Steigerung der Effizienz von PPP-Projekten unter Einbindung von Immobilieninvestoren darstellen.

Abschließend kann festgehalten werden, dass alle bisher am PPP-Markt beteiligten Parteien von einem Engagement der Immobilieninvestoren profitieren können. Für Bau- und Betreiberunternehmen stellen sie wichtige Kooperationspartner und Kapitalgeber in der Angebots-, Planungs- und Bauphase dar und ermöglichen außerdem einen Exit in der Betriebsphase. Die öffentliche Hand profitiert ebenfalls von der Einbindung weiterer Investoren in den PPP-Markt, da ein verstärkter Wettbewerb i.d.R. zur Optimierung der Effizienz der Projekte führt. Zudem werden die Immobilieninvestoren als Kapitalgeber zu Interessenspartnern der öffentlichen Auftraggeber, da sie ebenso wie diese an einer vertragskonformen Leistungserbringung der Bau- und Betreiberunternehmen interessiert sind. Sie übernehmen dabei die Rolle einer weiteren Projektevaluierungs- und Controllinginstanz, was potentiell opportunistisches Verhalten in den Vertragsbeziehungen einschränkt. Für die Immobilieninvestoren wiederum stellt der PPP-Markt ein attraktives neues Geschäftsfeld dar, das langfristig sichere Renditen verspricht.

---

<sup>1069</sup> Siehe dazu z.B.: Frank / Merna, Bundle of Projects, 2003.



---

## 7 Literatur

### A

- Abdel-Aziz, Ahmed M. / Russell, Alan D.** [*government requirements in ppps, 2001*]: A structure for government requirements in public-private partnerships, in: Canadian Journal of Civil Engineering, Vol. 28, No. 6, 2001, S. 891-909.
- Achleitner, Ann-Kristin / Wagner, Niklas** [*REPE aus Kapitalmarktperspektive, 2006*]: Real Estate Private Equity und seine Bedeutung aus der Kapitalmarktperspektive, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 65-76.
- Akerlof, George A** [*The Market for „Lemons“, 1970*]: The Market for „Lemons“: Qualitative Uncertainty and the Market Mechanism, in: Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3, 1970, S. 488-500.
- Akintoye, Akintola / Beck, Matthias / Hardcastle, Cliff et al.** [*Risk Assessment and Management of PFI Projects, 2001*]: Framework for Risk Assessment and Management of Private Finance Initiative Projects, Glasgow: Caledonian University, 2001.
- Akintoye, Akintola / Beck, Matthias / Hardcastle, Cliff (Hrsg.)** [*PPPs - risks and opportunities, 2003*]: Public-Private Partnerships – Managing risks and opportunities, Oxford: Blackwell Science, 2003.
- Akintoye, Akintola / Taylor, Craig / Fitzgerald, Eamon** [*Risk analysis, 1998*]: Risk analysis and management of Private Finance Initiative projects, in: Engineering, Construction and Architectural Management, Vol. 5, No. 1, 1998, S. 9-21.
- Alda, Willi / Lassen, Janpeter** [*Kapitalanlagegesellschaften, 2005*]: Kapitalanlagegesellschaften, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 87-121.
- Alfen, Hans Wilhelm** [*PPP in Wissenschaftseinrichtungen, 2007*]: PPP in Wissenschaftseinrichtungen, in: Steinmetz, Freia / Gürtler, Volkhardt (Hrsg.), Public Private Partnership im Hochschulbau – Möglichkeiten für Neubau und Sanierung, Hannover: Hochschul-Informations-System, 2007, S. 6-23.
- Alfen, Hans Wilhelm / Buscher, Frederik / Daube, Dirk et al.** [*PPP im Krankenhausbereich, 2005*]: Public Private Partnership im Krankenhausbereich, in: Das Krankenhaus, Ausgabe 12/2005, S. 1083-1088.
- Alfen, Hans Wilhelm / Daube, Dirk** [*Evaluierung der Wirtschaftlichkeitsvergleiche NRW, 2005*]: Evaluierung der Wirtschaftlichkeitsvergleiche der ersten PPP-Pilotprojekte im öffentlichen Hochbau in NRW, in: Schriftenreihe Public Private Partnership-Initiative NRW, Public Private Partnership im Hochbau, Düsseldorf, 2005.

- Alfen, Hans Wilhelm / Daube, Dirk** [*Wirtschaftlichkeitsvergleich, 2006*]: Der Wirtschaftlichkeitsvergleich, in: Littwin, Frank / Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Handbuch, Stuttgart: Kohlhammer, 2006, S. 249-262.
- Alfen, Hans Wilhelm / Elbing, Clemens** [*Berücksichtigung von Risiken, 2006*]: Der Wirtschaftlichkeitsvergleich – Berücksichtigung von Risiken, in: Littwin, Frank / Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Handbuch, Stuttgart: Kohlhammer, 2006, S. 222-248.
- Alfen, Hans Wilhelm / Fischer, Katrin** [*PPP-Beschaffungsprozess, 2006*]: Der PPP-Beschaffungsprozess, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 1-84.
- Alfen, Hans Wilhelm / Fischer, Katrin** [*Unternehmen Hochschule, 2007*]: „Unternehmen Hochschule“: mehr Wirtschaftlichkeit durch PPP, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership Jahrbuch 2007, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 87-90.
- Alfen, Hans Wilhelm / Fischer, Katrin / Jungbecker, Andrea et al.** [*Bundeswehr, 2005*]: Public Real Estate Management bei der Bundeswehr, Bauhaus-Universität Weimar, Weimar, 2005.
- Alfen, Hans Wilhelm / Fischer, Katrin / Schwanck, Anke et al.** [*Lebenszyklusorientiertes Management – Hochschulen, 2008*]: Lebenszyklusorientiertes Management öffentlicher Liegenschaften am Beispiel von Hochschulen und Wissenschaftseinrichtungen, in: Alfen, Hans Wilhelm (Hrsg.), Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen, Weimar: Verlag der Bauhaus-Universität Weimar, 2008.
- Alfen, Hans Wilhelm / Horn, Kai-Uwe** [*Leitfaden Wirtschaftlichkeitsvergleich, 2003*]: Leitfaden Wirtschaftlichkeitsvergleich der PPP-Task Force des Landes Nordrhein-Westfalen, in: Schriftenreihe Public Private Partnership-Initiative NRW, Public Private Partnership im Hochbau, Düsseldorf, 2003.
- Alfen, Hans Wilhelm / Korn, Michael** [*Effizienzpotentiale, 2006*]: Effizienzpotentiale heben – aber wie? Ein Leitfaden für den Erfolg von PPP, in: Pauly, Lothar (Hrsg.), Das neue Miteinander. Public Private Partnership für Deutschland, Hamburg: Hoffmann und Campe, 2006, S. 97-103.
- Alfen, Hans Wilhelm / Leupold Andreas** [*PPP in German Public Real Estate, 2007*]: Public Private Partnership (PPP) in the German Public Real Estate Sector, in: European Public Private Partnership Law Review, Vol. 2, No. 1, Berlin: Lexxion, 2007, S. 25-29.
- Alfen, Hans Wilhelm/ Tegner, Henning** [*Autobahn, 2005*]: Wege zur Privatisierung des deutschen Autobahnnetzes - formell, funktional oder materiell?, Forschungsstudie im Auftrag des Hauptverbandes der Deutschen Bauindustrie e.V., Berlin, 2005.
- Alfen, Hans Wilhelm / Vollrath Susann** [*PPP Market in Germany, 2007*]: Overview of the PPP Public Real Estate Market in Germany, in: European Public Private Partnership Law Review, Vol. 2, No. 2, Berlin: Lexxion, 2007, S. 53-59.

- Allan, John R.** [*PPP: Literature and Practice, 1999*]: Public-Private Partnerships: A Review of Literature and Practice, Public Policy Paper No. 4, Saskatchewan Institute of Public Policy, Regina, 1999.
- Allen, Grahame** [*Private Finance Initiative, 2001*]: Private Finance Initiative (PFI), Economic Policy and Statistic Section, House of Commons Library, Research Paper 01/117, London, 2001.
- Archer, Adele** [*Sell, sell, sell, 2005*]: Sell, sell, sell, in: Hospital Development, October 2004, S. 23-24.
- Archer, Adele / Guadagnuolo, Lapo** [*One Small Step for Securitization, 2005*]: One Small Step for Securitization: A Giant Leap for Project Finance, in: The Journal of Structured Finance, Spring, 2005, S. 61-65.
- Arrow, Kenneth J.** [*Economics of Agency, 1985*]: The Economics of Agency, in: Pratt, John W. / Zeckenhauer, Richard J. (Hrsg.), Principals and Agents: The structure of Business, Boston: Harvard Business School Press, 1985, S. 37-51.
- Arthur Andersen** [*Value for Money, 2000*]: Value for Money Drivers in the Private Finance Initiative, A report by Arthur Andersen and Enterprise LSE, The Treasury Task Force UK (Hrsg.), London, 2000.
- Asenova, Darinka / Beck, Matthias** [*Financial perspective on risk management, 2003*]: A financial perspective on risk management in public-private partnership, in: Akintoye, Akintola / Beck, Matthias / Hardcastle, Cliff (Hrsg.), Public-private partnerships: Managing risks and opportunities, Oxford: Blackwell Science, 2003, S. 127-152.

## B

- Backhaus, Klaus / Piltz, Klaus** [*Strategische Allianzen, 1990*]: Strategische Allianzen – eine neue Form kooperativen Wettbewerbs?, in: Backhaus, Klaus / Piltz, Klaus (Hrsg.), Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 27, Düsseldorf et. al.: Verlagsgruppe Handelsblatt, 1990, S. 1-10.
- Backhaus, Klaus / Plinke, Wulff** [*Veränderte Wettbewerbsstrukturen, 1990*]: Strategische Allianzen als Antwort auf veränderte Wettbewerbsstrukturen, in: Backhaus, Klaus / Piltz, Klaus (Hrsg.), Schmalenbachs Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung, Sonderheft 27, Düsseldorf et al.: Verlagsgruppe Handelsblatt, 1990, S. 21-33.
- Backhaus, Klaus / Schulte Lünzum, Ulrich / Werthschulte, Holger** [*Simulationsverfahren, 2003*]: Einsatz von Simulationsverfahren zur Bewertung von Projektfinanzierungsvorhaben. Eine Analyse am Beispiel der Simulationssoftware INFRISK, in: Backhaus, Klaus / Werthschulte, Holger (Hrsg.), Projektfinanzierung - Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003, S. 169-192.
- Balk, Thomas / Eller, Roland / Gutmann, Helmut** [*Investmentfonds, 1993*]: Investmentfonds – Praxisleitfaden für Kapitalanleger, 2., neubearb. Auflage, Bonn: Economica, 1993.

- Balling, Richard** [*Kooperation, 1997*]: Kooperation, Strategische Allianzen, Netzwerke, Joint Ventures und andere Organisationsformen zwischenbetrieblicher Zusammenarbeit in Theorie und Praxis, Frankfurt am Main: Peter Lang, 1997.
- Bals, Werner** [*Offene Immobilienfonds, 2007*]: Offene Immobilienfonds, in: Schulte, Karl-Werner / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln: Rudolf Müller, 2007, S. 445-462.
- Bank, Matthias / Gerke, Wolfgang** [*Finanzierungstheorie, 2005*]: Finanzierung II - Grundlegende Theorien, Modelle und Konzepte der neoklassischen Finanzierungstheorie, Stuttgart: Kohlhammer, 2005.
- Bakatjan, Sandalkhan / Arikan, Metin / Tiong, Robert L. K.** [*Optimal Capital Structure Model for BOT Projects, 2003*]: Optimal Capital Structure Model for BOT Power Projects in Turkey, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 129, No. 1, 2003, S. 89-97.
- Barkow, Peter / Stanislawek, Ireneus** [*Anforderungen an REITs, 2007*]: Anforderungen und Erwartungen institutioneller Investoren an G-REITs, in: Schäfer, Jürgen (Hrsg.), REITs, Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs, Praxisleitfaden, München: Verlag C.H. Beck, 2007, S. 217-258.
- Becher, Gerhard** [*Secondary Markets, 2008*]: PPP Secondary Markets, in: Jacob, Dieter / Stuhr, Constanze (Hrsg.), PPP und Finanzierungsinstrumente - Perspektiven für Länder, Kommunen, Bauwirtschaft und Banken, Freiburger Forschungshefte, Freiberg: Technische Universität Bergakademie Freiberg, 2008.
- Beck, Kurt** [*Kaserne zu Technologiestandort, 2006*]: Von der Kaserne zum Technologiestandort, in: Pauly, Lothar (Hrsg.), Das neue Miteinander. Public Private Partnership für Deutschland, Hamburg: Hoffmann und Campe, 2006, S. 237-244.
- Beckers, Thorsten / Gert, Jirka / Klatt, Jan Peter** [*Anpassungen bei PPP's, 2008*]: Leistungs-, Vergütungs- und Finanzierungsanpassungen bei PPP's im Hochbau, Forschungsvorhaben im Rahmen der Forschungsinitiative Zukunft Bau, Bonn, 2008.
- Bendiek, Ansgar** [*Internationales Eigenkapital, 2005*]: Eigenkapitalbeschaffung auf dem internationalen Kapitalmarkt, in: Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Hrsg.), Strategien der Eigenkapitalbeschaffung für PPP-Projekte, Dokumentation der Ergebnisse eines Workshops am 22. September 2005, Berlin, 2005, S. 48-56.
- Benz, Claudia / Franke, Christa** [*Beteiligung von Fondsgesellschaften, 2006*]: Neue Investitionsformen durch Beteiligung von Fondsgesellschaften – Änderung des Investmentgesetzes, in: Müller-Wrede, Malte (Hrsg.), ÖPP-Beschleunigungsgesetz – Leitfaden mit Fallbeispielen, Praxishinweisen und Checklisten, Köln: Bundesanzeiger Verlag, 2006, S.167-179.
- Beratergruppe** [*PPP im Öffentlichen Hochbau - Leitfaden, 2003*]: PPP im Öffentlichen Hochbau, Band I: Leitfaden „PPP im Öffentlichen Hochbau“, Berlin, 2003.

- Berg, Bernhard / Deisenrieder, Barbara** [*Versicherungsgesellschaften*, 2007]: Versicherungsgesellschaften – Immobilien-Portfoliomanagement bei einzelnen Immobilieninvestoren und –dienstleistern, in: Schulte, Karl-Werner / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement*, Köln: Rudolf Müller, 2007, S. 465-487.
- Berg, Sanford, V. / Pollitt, Michael G. / Tsuji, Masatsugu (Hrsg.)** [*Private Finance Initiative*, 2002]: Private Finance Initiative in Infrastructure – Priorities, Incentives and Performance, Cheltenham et al.: Edward Elgar, 2002.
- Bettignies de, Jean-Etienne / Ross, Thomas W.** [*Economics of PPPs*, 2004]: The Economics of Public-Private-Partnerships, in: *Canadian Public Policy - Analyse de Politiques*, Vol. 30, No. 2, 2004, S. 135-154.
- Bilfinger Berger** [*Geschäftsbericht*, 2005]: Geschäftsbericht der Bilfinger Berger AG für das Jahr 2005, Mannheim, 2005.
- Bing, Li / Akintoye, Akintola / Edwards, Peter J. et al.** [*Allocation of risk*, 2005]: The allocation of risk in PPP/PFI construction projects in the UK, in: *International Journal of Project Management*, Vol. 23, 2005, S. 25-35.
- Blanc-Brude, Frédéric / Goldsmith, Hugh / Väilä, Timo** [*PPPs in Europe*, 2007]: Public-Private Partnerships in Europe: An update, in: *Economic and Financial Report 2007 / 3*, European Investment Bank, Luxembourg, 2007.
- Bodner, Herbert** [*PPP-Vereinfachungsgesetz*, 2007]: PPP-Vereinfachungsgesetz: positive Entwicklung fördern und Barrieren beseitigen, in: Knop, Detlef (Hrsg.), *Public Private Partnership Jahrbuch 2007*, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 7-11.
- Böger, Torsten R. / Boll, Philip** [*Financial Adviser*, 2003]: Die Rolle des Financial Advisers in der Projektfinanzierung, in: Backhaus, Klaus / Werthschulte, Holger (Hrsg.), *Projektfinanzierung - Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte*, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003, S. 37-60.
- Boll, Philip** [*Equity investments*, 2006]: Equity investments in German Public Private Partnership projects, Paper presented at the 13th Annual European Real Estate Society (ERES) Conference in Weimar, 2006.
- Boll, Philip** [*Investitionen in PPP-Projekte*, 2007]: Investitionen in Public Private Partnership-Projekte im öffentlichen Hochbau unter besonderer Berücksichtigung der Risikoverteilung, Eine theoretische und empirische Untersuchung, Köln: Immobilien Manager Verlag, 2007.
- Bone-Winkel, Stephan** [*Offene Immobilienfonds*, 2000]: Das strategische Management von offenen Immobilienfonds, Erstausgabe 1994, Köln: Rudolf Müller, 2000.
- Bone-Winkel, Stephan / Fischer, Carsten** [*Leistungsprofil und Honorarstruktur*, 2002]: Leistungsprofil und Honorarstruktur in der Projektentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Projektentwicklung*, 2. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2002, S. 699-720.

- Bone-Winkel, Stephan / Isenhöfer, Björn / Hofmann, Philip** [*Projektentwicklung*, 2005]: Projektentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Auflage, München: Oldenbourg, 2005, S. 231-299.
- Bone-Winkel, Stephan / Schulte, Karl-Werner / Sotelo, Ramón** [*Beurteilung indirekter Immobilienanlagen*, 2005]: Beurteilung indirekter Immobilienanlagen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Auflage, München: Oldenbourg, 2005, S. 687-710.
- Boutonnet, Beatrix / Loipfinger, Stefan / Neumeier, Anton et al.** [*Geschlossene Immobilienfonds*, 2004]: Geschlossene Immobilienfonds, 4., überarb. und erw. Auflage, Stuttgart: Deutscher Sparkassen-Verlag, 2004.
- Bradford, Marc** [*PPP in the Defence Sector*, 2001]: The British Model of Private Finance Initiative and Public-Private Partnership Ten Years Later: Toward international Extension in the Defence Sector?, in: Journal of Structured & Project Finance, Vol. 7, No. 3, 2001.
- Bräscher, Alexander** [*REPE – empirische Untersuchung*, 2005]: Real Estate Private Equity (REPE) im Spannungsfeld von Entwickler, Kreditinstitut und Private Equity-Gesellschaft, Ergebnisbericht zur empirischen Untersuchung, in: Pfnür, Andreas, Arbeitspapiere zur immobilienwirtschaftlichen Forschung und Praxis, Darmstadt, 2005.
- Braun, Peter** [*Hochschul-PPPs*, 2007]: Ausschreibung und Vergabe von Hochschul-PPPs, in: Steinmetz, Freia / Gürtler, Volkhardt (Hrsg.), Public Private Partnership im Hochschulbau – Möglichkeiten für Neubau und Sanierung, Hannover: Hochschul-Informationssystem, 2007, S. 46-57.
- Braune Georg D.** [*Finanzierung*, 2006]: Finanzierung, in: Littwin, Frank / Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Handbuch, Stuttgart: Kohlhammer, 2006, S. 264-300.
- Brealey, Richard A. / Myers, Stewart C.** [*Principles of corporate finance*, 2003]: Principles of corporate finance, 7. Auflage, Internationale Auflage, New York: McGraw-Hill/Irwin, 2003.
- Brinkmann, Gerhard** [*Analytische Wissenschaftstheorie*, 1991]: Analytische Wissenschaftstheorie, Einführung sowie Anwendung auf einige Stücke der Volkswirtschaftslehre, 2. Auflage, München: Oldenbourg, 1991.
- Broadbent, Jane** [*Critical Accounting*, 2002] Critical accounting research: A view from England, in: Critical Perspective on Accounting, Vol. 13, 2002, S. 433-449.
- Broadbent, Jane / Laughlin, Richard** [*Government Accountability Processes*, 2003]: Control and Legitimation in Government Accountability Processes: The Private Finance Initiative in the UK, in: Critical Perspective on Accounting, Vol. 14, 2003, S. 23-48.
- Brübach, Jürgen** [*Private Direktinvestitionen*, 2005]: Private Direktinvestitionen, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 67-86.



- Bulwien, Hartmut** [*Immobilieninvestoren und –anlageprodukte, 2005*]: Überblick über Immobilieninvestoren und –anlageprodukte in Deutschland, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 45-66.
- Bulwien, Hartmut** [*Perspektiven des Immobilienmarktes, 2006*]: Perspektiven des Immobilienmarktes in Deutschland 2005/2006, in: „Mit einer Stimme“ - Bündelungsinitiative in der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V. (Hrsg.), *Immobilienjahresbericht 2006*, Frankfurt am Main, 2006, S. 49-66.
- Bundesministerium für Finanzen (BMF)** [*Finanzmarktprodukt, 2007*]: Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen: Ein international anerkanntes Finanzmarktprodukt für Deutschland, in: *Monatsbericht des BMF*, Berlin, 2007, S. 65-68.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) (Hrsg.)** [*PPP und Förderrecht, 2006*]: Gutachten „PPP und Förderrecht“, Berlin, 2006.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) (Hrsg.)** [*Schulstudie PPP-Mustervertrag Inhabermodell, 2007*]: Möglichkeiten und Grenzen des Einsatzes Public Private Partnership Modellen im kommunalen Hoch- und Tiefbau (PPP-Schulstudie), Leitfaden V, PPP-Mustervertrag Inhabermodell, Berlin, 2007.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) (Hrsg.)** [*Schulstudie PPP-Mustervertrag Mietmodell mit Erbbaurecht, 2007*]: Möglichkeiten und Grenzen des Einsatzes Public Private Partnership Modellen im kommunalen Hoch- und Tiefbau (PPP-Schulstudie), Leitfaden V, PPP-Mustervertrag Mietmodell mit Erbbaurecht, Berlin, 2007.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS)** [*Erfahrungsbericht – ÖPP in Deutschland, 2007*]: Erfahrungsbericht – Öffentlich-Private-Partnerschaften in Deutschland, Berlin, 2007.
- Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung (BMVBS) / Finanzministerium Nordrhein-Westfalen (Hrsg.)** [*Vergaberechtsleitfaden, 2007*]: PPP im Hochbau – Vergaberechtsleitfaden, Berlin, 2007.
- Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI)** [*Gesamtstatistik, 2008*]: BVI-Gesamtstatistik zum Berechnungsstichtag 31. Juli 2008, Berlin, 2008.
- Bundesverband Vermögensanlagen im Zweitmarkt Lebensversicherungen e.V. (BVZL)** [*Zweitmarkt für Lebensversicherungen, 2006*]: Zweitmarkt für Lebensversicherungen, Interessen vertreten, Transparenz erhöhen, Anleger- und Verbraucherschutz stärken, München, 2006.
- Burger, Thomas / Wagner, Steffen / Lenzen, Andreas** [*PPP im Krankenhaussektor: Uniklinik Köln, 2007*]: PPP im Krankenhaussektor: Uniklinik Köln bereitet Vergabeverfahren vor, in: Knop, Detlef (Hrsg.), *Public Private Partnership Jahrbuch 2007*, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 94-96.
- Buscher, René / Theurer, Anja / Meyer, Andreas et al.** [*PPP für den Mittelstand, 2007*]: PPP-Projekte für den Mittelstand: Planung, Finanzierung, Durchführung, Köln: Bundesanzeiger Verlag, 2007.

## C

- Cadmus, Alan / von Bodecker, Matthias** [*Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs, 2005*]: Immobilien-Aktiengesellschaften und REITs, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 123-150.
- Calabresi, Guido** [*The Costs of Accidents, 1970*]: The Costs of Accidents. A Legal and Economic Analysis, New Haven: Yale University Press, 1970.
- Cheng, Eddie W. L. / Chiang, Yat Hung / Tang, Bo Sin** [*Credit scoring and PFI projects, 2007*]: Alternative approach to credit scoring by DEA Evaluating borrowers with respect to PFI projects, Building and Environment, Vol. 42, No. 4, 2007, S. 1752-1760.
- Christen, Jörg / Utech, Hans G.** [*Steuerliche Effekte, 2001*]: Steuerliche Effekte bei privater Hochbaufinanzierung, Eigenbau, Mietkauf, Leasing und Miete im Vergleich, Berlin: Ernst & Sohn, 2001.
- Claudy, Peter / Ohde, Erik** [*Steuerrecht, 2006*]: Steuerrecht, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 321-375.
- Coase, Ronald H.** [*The Nature of the Firm, 1937*]: The Nature of the Firm, in: *Economica*, Vol. 4, 1937, S. 386-405.
- Coase, Ronald H.** [*New Institutional Economics, 1998*]: The New Institutional Economics, in: *American Economic Review, Papers and Proceedings*, Vol. 88, No. 2, 1998, S. 72-74.

## D

- Daube, Dirk / Vollrath, Susann / Alfen, Hans Wilhelm** [*Comparison of financing forms, 2008*]: A comparison of Project Finance and the Forfeiting Model as financing forms for PPP projects in Germany, in: *International Journal of Project Management*, Vol. 26, No. 4, 2008, S. 376-387.
- Deakin, Nicholas** [*PPPs – A UK case study, 2002*]: Public-Private Partnerships – A UK case study, in: *Public Management Review*, Vol. 4, No. 2, 2002, S. 133-147.
- Delwall, Olaf** [*Direktinvestoren bei PPP-Immobilienprojekten, 2007*]: Eigenkapitalbereitstellung durch Direktinvestoren bei PPP-Immobilienprojekten im Rahmen eines integrativen Finanzierungsansatzes, Diplomarbeit betreut durch Susann Vollrath, Bauhaus-Universität Weimar, 2007.
- Devapriya, Kathri, A. K.** [*Governance issues in financing, 2006*]: Governance issues in financing of public-private partnership organisations in network infrastructure industries, in: *International Journal of Project Management*, Vol. 24, 2006, S. 557-565.
- Devapriya, Kathri, A. K. / Alfen, Hans Wilhelm** [*Debt capacity, 2004*]: An empirical analysis of debt capacity of project companies in emerging economies, in: *Journal of Financial Management in Property and Construction*, Vol. 9, No. 3, 2004, S. 141-153.

- Dias, Antonio Jr. / Ioannou, Photios. G.** [*Debt capacity and optimal capital structure, 1995*]: Debt capacity and optimal capital structure for privately financed infrastructure projects, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 121, No. 4, 1995, S. 404-414.
- Ditfurth, Jörg von** [*Erste Schritte NRW, 2005*]: Erste Schritte: Projektauswahl, -organisation und Beratungsnotwendigkeiten, in: Schriftenreihe Public Private Partnership-Initiative NRW, Public Private Partnership im Hochbau, Düsseldorf, 2005.
- Dudkin, Gerti / Väililä, Timo** [*Transaction Costs in PPPs, 2005*]: Transaction Costs in Public-Private Partnerships: A first Look at the Evidence, in: Economic and Financial Report 2005 / 3, European Investment Bank, Luxembourg, 2005.
- Drotleff, Rosemarie** [*Kommunale Krankenhäuser und PPP, 2005*]: Rechtliche Rahmenbedingungen kommunaler Krankenhäuser bei der Gründung von Public Private Partnerships, dargestellt am Beispiel der Medizintechnik, Aachen: Shaker, 2005.
- Drukarczyk, Jochen** [*Finanzierung junger Unternehmen, 2003*]: Finanzierung junger Unternehmen, in: Dowling, Michael / Drumm, Hans Jürgen (Hrsg.), Gründungsmanagement – Vom erfolgreichen Unternehmensstart zu dauerhaftem Wachstum, 2., neu bearb. und erw. Auflage, Berlin et al.: Springer, 2003, S. 91-99.
- Drukarczyk, Jochen** [*Finanzierung, 2003*]: Finanzierung Eine Einführung, 9., neu bearb. Auflage, Stuttgart: Lucius & Lucius, 2003.

## E

- Eggers Mark** [*PPP – ökonomische und politische Potentiale, 2004*]: Public Private Partnership, Eine strukturierende Analyse auf der Grundlage von ökonomischen und politischen Potentialen, Frankfurt am Main: Peter Lang, 2004.
- Elbing, Clemens** [*Risikomanagement für PPP, 2006*]: Risikomanagement für PPP-Projekte, Lohmar: EUL Verlag, 2006.
- Elbing, Clemens / Devapriya, Kathri A. K.** [*Risk management, 2004*]: Structured risk management process to achieve value for money in public private partnerships, in: Journal of Financial Management of Property and Construction, Vol. 9, No. 3, 2004, S. 121-127.
- Ellenrieder, Kerstin / Kiel, Hermann Josef** [*PPP im Kulturbereich, 2006*]: Public Private Partnership im Kulturbereich: Gestaltungsmöglichkeiten für Akteure, Künzelsau: Swiridoff, 2006.
- Ennemann, Ursula** [*PPP im Krankenhauswesen, 2003*]: Wirtschaftliche Führung öffentlicher Krankenhäuser - eine kritische Betrachtung der Public Private Partnership im deutschen Krankenhauswesen aus institutionenökonomischer Sicht, Potsdam: Universität Potsdam, 2003.
- Erlei, Mathias / Leschke, Martin / Sauerland, Dirk** [*Neue Institutionenökonomik, 1999*]: Neue Institutionenökonomik, Stuttgart: Schäfer-Poeschel, 1999.

**Eppinger, Frank / Käsewieter, Hans-Wilhelm / Miksch, Jan** [*Bedeutung Finanzierung, 2005*]: Die Bedeutung der Finanzierung innerhalb eines PPP-Projektes, in: Meyer-Hofmann, Bettina / Riemenschneider, Frank / Weihrauch Oliver (Hrsg.), *Public Private Partnership: Gestaltung von Leistungsbeschreibung, Finanzierung, Ausschreibung und Verträgen in der Praxis*, Köln: Carl Heymanns, 2005, S. 234-255.

**Erner, Carsten / Olinger, Dennis / Werthschulte, Holger** [*Realoptionsansatz, 2003*]: Einsatz des Realoptionsansatzes zur Bewertung von Projektfinanzierungsvorhaben, in: Backhaus, Klaus / Werthschulte, Holger (Hrsg.), *Projektfinanzierung - Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte*, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003, S. 223-254.

**Esty, Benjamin C.** [*Modern Project Finance, 2004*]: *Modern Project Finance, A Casebook*, New York et al.: John Wiley & Sons, 2004.

**Esty, Benjamin C.** [*Why Study Large Projects, 2004*]: Why Study Large Projects? An Introduction to Research on Project Finance, in: *European Financial Management*, Vol. 10, No. 2, 2004, S. 213-224.

**Eurostat** [*Behandlung öffentlich-privater Partnerschaften, 2004*]: Neue Eurostat Entscheidung über Defizit und Schuldenstand, Behandlung öffentlich-privater Partnerschaften, 2004.

## F

**Falk, Bernd (Hrsg.)** [*Fachlexikon Immobilienwirtschaft, 2004*]: *Fachlexikon Immobilienwirtschaft*, 3. aktual. und erw. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2004.

**Fama, Eugene F. / Jensen, Michael C.** [*Agency Problems, 1983*]: Agency Problems and Residual Claims, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, S. 327-349.

**Fama, Eugene F. / Jensen, Michael C.** [*Separation, 1983*]: Separation of Ownership and Control, in: *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983, S. 301-326.

**Farrell, L. M.** [*Principal-agency in project finance, 2003*]: Principal-agency risk in project finance, in: *International Journal of Project Management*, Vol. 21, No. 8, 2003, S. 547-561.

**Finanzministerkonferenz (FMK) (Hrsg.)** [*Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen, 2006*]: Leitfaden „Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen bei PPP-Projekten“, erstellt von der länderoffenen Arbeitsgruppe „Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen bei PPP-Projekten“ gemeinsam mit der Bundes-Arbeitsgruppe „Wirtschaftlichkeitsuntersuchung bei PPP-Projekten“, Berlin, 2006.

**Finegan, Andrea** [*PPP aus Sicht der Private Equity Group, 2005*]: Anforderungen an PPP-Projekte aus Sicht der Private Equity Group – Erfahrungen aus Großbritannien, in: Hauptverband der Deutschen Bauindustrie (Hrsg.), *Strategien der Eigenkapitalbeschaffung für PPP-Projekte*, Dokumentation der Ergebnisse eines Workshops am 22. September 2005, Berlin, 2005, S. 62-64.

**Finnerty, John D.** [*Project Financing, 1996*]: *Project Financing – Asset-Based Financial Engineering*, New York et al.: John Wiley & Sons, 1996.

- Fischbacher, Moira / Beaumont, Phil B.** [*PPP and Stakeholder, 2003*]: PFI, Public-Private Partnerships and the Neglected Importance of Process: Stakeholders and the Employment Dimension; in: *Public Money & Management*, Vol. 3, No. 23, 2003, S. 171-176.
- Fischer, Katrin / Jungbecker, Andrea / Alfen, Hans Wilhelm** [*PPP Task Forces and their influence on project delivery, 2006*]: The emergence of PPP Task Forces and their influence on project delivery in Germany, in: *International Journal of Project Management*, Vol. 24, 2006, S. 539–547.
- Fischer, Katrin** [*PPP – Value Management Ansatz, 2008*]: Lebenszyklusorientierte Projektentwicklung öffentlicher Immobilien als PPP – ein Value Management Ansatz, in: Alfen, Hans Wilhelm (Hrsg.), *Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen*, Weimar: Verlag der Bauhaus-Universität Weimar, 2008.
- Fleischmann, Eduard** [*PPP und Maastricht, 2004*]: PPP und Maastricht, in: *Das öffentliche Haushaltswesen in Österreich*, Jahrgang 45, Wien, 2004, S. 112-120.
- Fox, Jason / Tott, Nicholas (Hrsg.)** [*The PFI Handbook, 1999*]: *The PFI Handbook*, Bristol: Jordan, 1999.
- Frank, Michael / Merna, Tony** [*Bundle of Projects, 2003*]: Portfolio Analysis for a Bundle of Projects, in: *Journal of Structured and Project Finance*, Fall 2003, S. 80-87.
- Furubotn, Eirik G.** [*Different Approaches, 1990*]: Different Approaches to the Economic Analysis of Institutions: Some Concluding remarks, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 146, 1990, S. 226-232.

## G

- Geithner, Susann** [*Kleine PPP-Projekte, 2006*]: „Kleine PPPs“ – Probleme, Ziele und Lösungsansätze, Masterarbeit betreut durch Susann Vollrath, Bauhaus-Universität Weimar, 2006.
- Gerdess, Enno** [*PPP-Ansätze, 2007*]: PPP-Ansätze für Fernstraßen, Deutschland, Österreich und Großbritannien im Vergleich unter besonderer Berücksichtigung institutioneller und finanzwirtschaftlicher Rahmenbedingungen, Hamburg: Universität Hamburg, 2007.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) (Hrsg.)** [*Statistik Versicherungswirtschaft, 2006*]: Statistisches Taschenbuch der Versicherungswirtschaft 2006, Berlin: Versicherungswirtschaft, 2006.
- Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e.V. (GDV) (Hrsg.)** [*Jahrbuch Versicherungswirtschaft 2006*]: Jahrbuch 2006 – Die Deutsche Versicherungswirtschaft, Berlin: Versicherungswirtschaft, 2006.
- Grimsey, Darrin / Lewis, Mervyn K.** [*Economics of PPPs, 2005*]: *The Economics of Public Private Partnerships*, The International Library of Critical Writings in Economics, Cheltenham / Northampton: Edgar Elgar, 2005.

- Grimsey, Darrin / Lewis, Mervyn K.** [*Are PPPs value for money, 2005*]: Are Public Private Partnerships value for money? Evaluating alternative approaches and comparing academic and practitioner views, in: Accounting Forum, Vol. 29, No. 4, 2005, S. 345-378.
- Grothaus, Claudia** [*Projektgesellschaft, 2005*]: Projektgesellschaft und Bieterkonsortium, in: Meyer-Hofmann, Bettina / Riemenschneider, Frank / Weihrauch Oliver (Hrsg.), Public Private Partnership: Gestaltung von Leistungsbeschreibung, Finanzierung, Ausschreibung und Verträgen in der Praxis, Köln: Carl Heymanns, 2005, S. 234-255.
- Grout, Paul A.** [*Economics of the PFI, 1997*]: The Economics of the Private Finance Initiative, in: Oxford Review of Economic Policy, Vol. 13, No. 4, 1997, S. 53-66.
- Glüder, Dieter / Böhm Hannelore** [*KfW - Innovationen im Fördergeschäft, 2003*]: "Neue KfW-Modelle – Innovationen im Fördergeschäft," Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jahrgang 56, Heft 12, 2003, S. 646 – 651.
- Gondring, Hanspeter** [*Risiko Immobilie, 2007*]: Risiko Immobilie, Methoden und Techniken zur Risikomessung bei Immobilieninvestitionen, München: Oldenbourg, 2007.
- Gottschling, Ines** [*PPP für Schulprojekte, 2005*]: Projektanalyse und Wirtschaftlichkeitsvergleich bei PPP-Projekten im Hochbau - Entscheidungsgrundlagen für Schulprojekte, in: Kochendörfer, Bernd (Hrsg.), Bauwirtschaft und Baubetrieb, Mitteilungen Heft 26, Technische Universität Berlin, Berlin, 2005.
- Gühns, Eckhard** [*PPP-Ansätze für Krankenhäuser, 2006*]: PPP-Ansätze für Investitionen in Krankenhäuser, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 678-671.

## H

- Haarländer, Sophie / Bühner, Arnd / Schwandt, Martin et al.** [*PPP im Krankenhausbereich, 2007*]: Public Private Partnership (PPP) im Krankenhausbereich, Schriften zur Gesundheitsökonomie 11, Burgdorf, 2007.
- Haase, Michaela** [*NIÖ: Verhältnis von Betriebswirtschafts- und Wissenschaftstheorie, 1998*]: Neue Institutionenökonomik, axiomatische Methode und „Economics-of-rhetoric-approach“: Zum Verhältnis von Betriebswirtschafts- und Wissenschaftstheorie, in: Gerum, Elmar (Hrsg.), Innovation in der Betriebswirtschaftslehre, Tagung der Kommission Wissenschaftstheorie, Wiesbaden: Gabler, 1998, S. 56-90.
- Hannappel, Rüdiger** [*PPP im Hochschulwesen, 2005*]: Public Private Partnership im Hochschulwesen: Voraussetzungen für eine erfolgreiche Gestaltung, Berlin: Köster, 2005.
- Hannover Leasing** [*Substanzwerte Deutschland 3*]: Immobilienfonds, Substanzwerte Deutschland 3, Bildungszentrum HLL Dreieich, Fondsprospekt, Pullach, 2007.
- Hart, Oliver** [*Incomplete contracts and public ownership - an application to PPP, 2003*]: Incomplete contracts and public ownership remarks, and an application to public private partnerships, in: The Economic Journal, Vol. 113, 2003, S. 69-76.

- Haugen, Robert A.** [*Modern investment theory, 2001*]: Modern investment theory, 5. Auflage, New Jersey: Prentice-Hall, 2001.
- Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. (HDB) (Hrsg.)** [*PPP-Projekte I, 2006*]: Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Eine Idee wird Realität, Die ersten Projekte in Deutschland, Berlin, 2006.
- Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. (HDB) (Hrsg.)** [*PPP-Projekte II, 2007*]: Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Eine Idee wird Realität, PPP-Projekte in Deutschland 2006/2007, Berlin, 2007.
- Hauptverband der Deutschen Bauindustrie e.V. (HDB) (Hrsg.)** [*Memorandum Finanzierung Hochbau, 2006*]: Memorandum, Finanzierung von PPP-Hochbauprojekten, Berlin, 2006.
- Hausmann, Friedrich Ludwig / Mutschler-Siebert, Annette** [*Vergaberecht, 2006*]: Vergaberecht, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 235-319.
- Heinecke, Bastian** [*SME in the Private Realisation of Public Buildings, 2002*]: Involvement of Small and Medium Sized Enterprises in the Private Realisation of Public Buildings, in: Freiburger Arbeitspapiere, Nr. 9, Freiberg: Technische Universität Bergakademie Freiberg, 2002.
- Heinen, Edmund** [*Einführung in die BWL, 1992*]: Einführung in die Betriebswirtschaftslehre, 9., verb. Auflage, Wiesbaden: Gabler, 1992.
- Henschel-Bätz, Marion** [*Financial Engineering, 2000*]: Financial Engineering bei BOT (Build-Operate-Transfer)-Modellen, Erarbeitung von Finanzierungskonzepten für privat finanzierte Verkehrsinfrastrukturprojekte unter besonderer Berücksichtigung der Straßeninfrastruktur, Gießen: Ferber, 2000.
- Herfurth, Ralf / Keppler Heiko** [*REPE Financial Engineering, 2006*]: Financial Engineering, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 345-365.
- Hillenbrand, Manfred** [*Akteure des REPE-Marktes, 2006*]: Akteure des Real-Estate-Private-Equity-Marktes, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50.
- HM Treasury (Hrsg.)** [*Credit Guarantee Finance, 2004*]: Credit Guarantee Finance – Technical Note 1, HM Treasury, London, 2004.
- HM Treasury (Hrsg.)** [*Investment Challenge, 2003*]: PFI - Meeting the Investment Challenge, HM Treasury, London, 2003.
- HM Treasury (Hrsg.)** [*Strengthening long-term partnerships, 2006*]: PFI – Strengthening long-term partnerships, HM Treasury, London, 2006.
- HM Treasury (Hrsg.)** [*Spens Clause, 2006*]: Guidance on Application of the Spens Clause to PFI Transactions, HM Treasury, London, 2006.

- Hoffmann, Günter** [*Schule als PPP, 2006*]: Schule und Sporthalle, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), *Praxishandbuch Public Private Partnership*, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 658-672.
- Hofmann, Alexander G.** [*PPP aus Bietersicht, 2005*]: PPP-Verfahren aus Bietersicht, in: Meyer-Hofmann, Bettina / Riemenschneider, Frank / Weihrauch Oliver (Hrsg.), *Public Private Partnership: Gestaltung von Leistungsbeschreibung, Finanzierung, Ausschreibung und Verträgen in der Praxis*, Köln: Carl Heymanns, 2005, S. 22-34.
- Höller, Ulrich** [*Redevelopment opportunistischer Investments, 2006*]: Redevelopment vor dem Hintergrund opportunistischer Investments, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), *Handbuch Real Estate Private Equity*, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50.
- Holmes, John / Capper, Graham / Hudson, Gordon** [*PPPs and health care, 2006*]: Public Private Partnerships in the provision of health care premises in the UK, in: *International Journal of Project Management*, Vol. 24, 2006, S. 566-572.
- Holzmann, Jana** [*Kleine PPP-Projekte, 2006*]: Ein Situationsvergleich kleiner PPP-Projekte in Deutschland und England, Masterarbeit betreut durch Susann Vollrath, Bauhaus-Universität Weimar, 2006.
- Holzmann, Christoph / Rottke, Nico B.** [*Opportunity Funds, 2005*]: Opportunity Funds, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Investition*, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 319-338.
- Hopfe, Jörg / Uekötter, Arne** [PPP und Eigenkapital, 2007]: PPP und Eigenkapital – Zukunftsmusik oder greifbare Alternative, in: Knop, Detlef (Hrsg.), *Public Private Partnership Jahrbuch 2007*, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 154-157.

## I

- Iding, Andreas** [*PPP - Full Service Konzept, 2007*]: PPP-Modell und "Full Service Konzept", in: Spindler, Edmund A. (Hrsg.), *Management und Modernisierung von Turn- und Sporthallen: PPP-Konzepte, zeitgemäße Sanierung und energieeffiziente Nutzung*, Heidelberg: Müller, 2007, S. 79-92.
- Institut für Finanz- und Markt-Analyse (Infinma)** [*Lebensversicherer, 2006*]: Die 30 größten Lebensversicherer des Jahres 2005, Köln, September 2006.

## J

- Jacob, Dieter / Kochendörfer, Bernd** [*Private Finanzierung EU-Vergleich, 2000*]: Private Finanzierung öffentlicher Bauinvestitionen – ein EU-Vergleich, Berlin: Ernst & Sohn, 2000.
- Jacob, Dieter / Neunzehn, Dirk / Uhlig, Tilo** [*Risikoverteilung bei Kliniken mit PPP, 2008*]: Qualitative und quantitative Risikoverteilung und die Lösung von Schnittstellenproblemen bei der Umstrukturierung von Kliniken mit Hilfe von PPP, in: *Freiberger Arbeitspapiere*, Nr. 1, Freiberg: Technische Universität Bergakademie Freiberg, 2008.



- Jacob, Dieter / Stuhr, Constanze** [*Finanzierung Bauwirtschaft, 2006*]: Finanzierung und Bilanzierung in der Bauwirtschaft, Basel II – neue Vertragsmodelle – International Financial Reporting Standards, in: Berner, Fritz / Kochendörfer, Bernd (Hrsg.), Leitfaden des Baubetriebs und der Bauwirtschaft, Wiesbaden: Teubner, 2006.
- Jacob, Dieter / Uhlig, Tilo / Stuhr, Constanze** [*Immobilienbewertung Akutkrankenhäuser, 2005*]: Bewertung der Immobilien von Akutkrankenhäusern der Regelversorgung unter Beachtung des neuen DRG-orientierten Vergütungssystems für stationäre Leistungen, in: Freiburger Arbeitspapiere, Nr. 2, Freiberg: Technische Universität Bergakademie Freiberg, 2005.
- Jacob, Dieter / Uhlig, Tilo** [*PPP und Förderrecht, 2006*]: PPP und Förderrecht: Mittelgeber rechtzeitig einbinden, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership Jahrbuch 2006, Frankfurt am Main: ConVent, 2006, S. 107-109.
- Jacob, Dieter / Winter, Christoph / Stuhr, Constanze** [*Public Sector Comparator, 2003*]: PPP bei Schulbauten – Parameter für einen Public Sector Comparator, in: Freiburger Forschungshefte, Freiberg: Technische Universität Bergakademie Freiberg, 2003.
- Jensen, Michael C / Meckling William H.** [*Agency Costs and Ownership, 1976*]: Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, in: Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976, S. 305-360.
- K**
- Khu, Fook Long Steven** [*Financial instruments and risks, 2002*]: An investigation to determine the allocation of financial instruments associated with the risks identified in project activities, Institute of Science and Technology, University of Manchester, Manchester, 2002.
- Kirchhoff, Ulrich / Henning, Heiko** [*Organisationsformen, 2001*]: Innovative Organisationsformen der öffentlichen Hand unter Einbeziehung von Leasing und leasingähnlichen Gestaltungen, in: Kroll, Michael (Hrsg.), Leasing-Handbuch für die Öffentliche Hand, 7. Auflage, Lichtenfels, LeaSoft, 2001, S. 312-339.
- Kirk, Robert / Wall, Anthony** [*PFI – value for money, 2002*]: The Private Finance Initiative – Has the Accounting Standards Board reduced the scheme's value for money?, in: Public Management Review, Vol. 4, No. 4, 2002, S. 529-547.
- Kirsch, Daniela** [*PPP – Empirische Untersuchung, 1999*]: Public Private Partnership, Eine empirische Untersuchung der kooperativen Handlungsstrategien in Projekten der Flächenererschließung und Immobilienentwicklung, Köln: Rudolf Müller, 1999.
- Kiss, Patrick** [*Investor Relations, 2007*]: Investor Relations – REITs im Dialog mit dem Kapitalmarkt, in: Schäfer, Jürgen (Hrsg.), REITs, Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs, Praxisleitfaden, München: Verlag C.H. Beck, 2007, S. 200-216.
- Klein, Michael / So, Jae / Shin, Ben** [*Transaction Costs, 1996*]: Transaction Costs in Private Infrastructure Projects - Are They Too High?, in: Viewpoint, The World Bank Group, Note No. 95, 1996.

- Klumpe, Werner / Nastold, Ulrich A.** [*Immobilienfonds, 1993*]: Immobilienfonds: offene und geschlossene Immobilienfonds, Grundlagen, Unterschiede, Besonderheiten, Bonn: Economica, 1993.
- Knecht, Thomas C. / Pfeifer, Benjamin** [*REPE Turnaround-Management*]: Turnaround-Management, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 449-472.
- Kohnke, Tanja** [*Fernstraßen, 2002*]: Die Gestaltung des Beschaffungsprozesses im Fernstraßenbau unter Einbeziehung privatwirtschaftlicher Modelle, Bauwirtschaft und Baubetrieb, Mitteilungen Heft 15, Berlin: TU Berlin, 2002.
- Kommission der Europäischen Gemeinschaft (EU)** [*Grünbuch, 2004*]: Grünbuch zu öffentlich-privaten Partnerschaften und den gemeinschaftlichen Rechtsvorschriften für öffentliche Aufträge und Konzessionen, Brüssel, 2004.
- Krings-Heckemeier, Marie-Therese / Flehinghaus, Wolfgang / Lindner-Figura, Jan et al.** [*Seniorenimmobilien, 1998*]: Seniorenimmobilien, in: Heuer, Bernd / Schiller, Andreas (Hrsg.), Spezialimmobilien – Flughäfen, Freizeitimmobilien, Hotels, Industriedenkmäler, Rehakliniken, Seniorenimmobilien, Tank- und Rastanlagen / Autohöfe, Köln: Rudolf Müller, 1998, S. 321-420.
- Krumnow, Jürgen / Gramlich, Ludwig (Hrsg.)** [*Gabler Bank-Lexikon, 2000*]: Gabler Bank-Lexikon, 12., vollst. überarb. und aktual. Auflage, Wiesbaden: Gabler, 2000.
- Kruschwitz, Lutz** [*Finanzierung und Investition, 2002*]: Finanzierung und Investition, 3., überarb. Auflage, München: Oldenbourg, 2002.
- Kunath, Angelika** [*Fondsinitiatoren, 2005*]: Fondsinitiatoren, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 151-171.
- Kunze, Torsten** [*Justizvollzugsanstalten, 2006*]: Justizvollzugsanstalten, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 692-699.
- Kuttig, Jens / Matthes, Dietrich** [*Bonitätseinschätzung, 2003*]: Methoden zur Bonitätseinschätzung von Projektfinanzierungen. Theorie und Praxis, in: Backhaus, Klaus / Werthschulte, Holger (Hrsg.), Projektfinanzierung - Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003, S. 193-222.

## L

- Lam, Ka Chi / Chow, Wing Sing** [*Financial risks in BOT, 1999*]: The significance of financial risks in BOT procurement, in: Building Research and Information, Vol. 27, No. 2, 1999, S. 84-95.
- Lamb, Douglas J. / Merna, Tony** [*Reappraisal, 2004*]: Reappraisal of public private partnerships: an overview of refinancing, restructuring and termination, in: Journal of Financial of Property and Construction, Vol. 9, No. 3, 2004, S. 155-162.
- Levy, Sidney M.** [*BOT – Paving the Way, 1996*]: Build, Operate, Transfer – Paving the Way for Tomorrow's Infrastructure, New York: John Wiley & Sons, 1996.

- Leinemann, Ralf / Kirch, Thomas** [*ÖPP Praxisleitfaden, 2006*]: ÖPP-Projekte - konzipieren, ausschreiben, vergeben: Praxisleitfaden für Auftraggeber und Bieter, Köln: Bundesanzeiger Verlag, 2006.
- Linder, Stephen H.** [*PPP – Grammar of Multiple Meanings, 1999*]: Coming to Terms with the Public-Private Partnership - A Grammar of Multiple Meanings, in: American Behavioral Scientist, Vol. 43, No. 1, 1999, S. 35-51.
- Link, Albert N. / Scott, John T.** [*PPPs – stimulation competition, 2001*]: Public / private partnerships: stimulating competition in a dynamic market, in: International Journal of Industrial Organization, Vol. 19, No. 5, 2001, S. 763-794.
- Link, Gerson** [*Mezzanine-Kapital, 2002*]: Anreizkompatible Finanzierung mit Mezzanine-Kapital, Frankfurt am Main: Peter Lang, 2002.
- Littwin, Frank** [*PPP-Hochschulprojekte in NRW, 2007*]: PPP-Hochschulprojekte in NRW, in : Steinmetz, Freia / Gürtler, Volkhardt (Hrsg.), Public Private Partnership im Hochschulbau – Möglichkeiten für Neubau und Sanierung, Hannover: Hochschul-Informationssystem, 2007, S. 70-81.
- Littwin, Frank** [*Begriff und Handlungsfelder, 2006*]: Begriff und Handlungsfelder, in: Littwin, Frank / Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Handbuch, Stuttgart: Kohlhammer, 2006, S.1-49.
- Loritz, Karl-Georg / Pfnür, Andreas** [*Geschlossene Immobilienfonds, 2006*]: Der geschlossene Immobilienfonds in Deutschland, Konstruktion und Zukunftsperspektiven aus juristischer und ökonomischer Sicht, Frankfurt am Main et al.: Peter Lang, 2006.
- M**
- Meeder, Stephan** [*PPP zur Finanzierung von Flughafenprojekten, 2000*]: Public Private Partnership zur Finanzierung von Flughafenprojekten in Europa, Frankfurt am Main et al.: Peter Lang, 2000.
- Merna, Tony / Dubey, Raghvendra** [*Financial Engineering, 1998*]: Financial Engineering in the Procurement of Projects, Hong Kong: Asia Law & Practice Publishing Ltd, Euromoney Publication, 1998.
- Merna, Tony / Khu, Fook Long Steven** [*Financial Instruments, 2003*]: The Allocation of Financial Instruments to Project Activity Risks, in: Journal of Structured & Project Finance, Vol. 8, No. 4, 2003.
- Merna, Tony, Njiru, Cyrus** [*Financing infrastructure, 2002*]: Financing Infrastructure Projects, Construction Management Series, London: Thomas Telford, 2002.
- Miksch, Jan** [*Sicherungsstrukturen, 2007*]: Sicherungsstrukturen bei PPP-Modellen aus Sicht der öffentlichen Hand, dargestellt am Beispiel des Schulbaus, Mitteilungen Heft 34, Technische Universität Berlin, Berlin, 2007.
- Modigliani, Franco / Miller, Merton** [*The Cost of Capital, 1958*]: The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review, Vol. 48, 1958, S. 261-297.

**Mühlenkamp, Holger** [*PPP und Transaktionsökonomik, 2006*]: Public Private Partnership aus der Sicht der Transaktionskostenökonomik und der Neuen Politischen Ökonomie, in: Budäus, Dietrich (Hrsg.), Kooperationsformen zwischen Staat und Markt. Theoretische Grundlagen und praktische Ausprägungen von Public Private Partnership, Baden-Baden: Nomos, 2006, S. 29-48.

**Müller-Wrede, Malte** [*Änderung des FStrPrivFinG, 2006*]: Änderung des Fernstraßenbauprivatfinanzierungsgesetzes, in: Müller-Wrede, Malte (Hrsg.), ÖPP-Beschleunigungsgesetz – Leitfaden mit Fallbeispielen, Praxishinweisen und Checklisten, Köln: Bundesanzeiger Verlag, 2006, S.117-165.

## N

**Nack, Ulrich** [*Direkt vs. indirekt, 2007*]: Direkte vs. indirekte Immobilieninvestition, in: Schulte, Karl-Werner / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln: Rudolf Müller, 2007, S. 145-462.

**Neuhaus, Marco / Schaber, Markus** [*PPP und Verbriefung, 2006*]: Public Private Partnerships und Verbriefung in Deutschland: Kapitalmarktfinanzierung nach britischem Vorbild, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Jahrgang 59, No. 19, 2006, S. 1051-1054.

**Neumann Dieter / Szabados, István** [*Haushaltsrecht, 2006*]: Bundes- und Landeshaushaltsrecht, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 157-192.

**Neumann Dieter / Szabados, István** [*Förderrecht, 2006*]: Recht der öffentlichen Förderung, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 376-392.

**Nevitt, Peter K / Fabozzi, Frank J.** [*Project financing, 2000*]: Project financing, 7. Auflage, London: Euromoney Books, 2000.

**Nottrodt, Klaus Peter** [*PPP und geschlossene Immobilienfonds, 2006*]: PPP-Hochbauprojekte als Produkt für geschlossene Immobilienfonds, Bachelorarbeit betreut durch Susann Vollrath, Bauhaus-Universität Weimar, 2006.

**Nowak, Michael** [*Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs, 2005*]: Offene Immobilienfonds, Immobilienaktien und REITs für die private Vermögensbildung und Altersvorsorge, Norderstedt: Books on Demand, 2005.

## O

**Oldenbourg, Andreas / Preisenberger, Simon**, [*Stille Beteiligung, 2004*]: Stille Beteiligung als traditionelle Form der Mezzanine-Finanzierung im deutschen Mittelstand, in: Achleitner, Ann-Kristin / von Einem, Christoph / von Schröder, Benedikt (Hrsg.), Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Finanzmanagement, Rekapitalisierung, Institutionelles Fremdkapital, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2004, S. 139-145.

- Opitz, Gerhard** [*Geschlossene Immobilienfonds, 1995*]: Geschlossene Immobilienfonds – Wirtschaftliche, rechtliche und steuerliche Konzeptionen, Freiburg i. Breisgau: Haufe, 1995.
- Opitz, Gerhard** [*Geschlossene Immobilienfonds, 2002*]: Finanzierung durch geschlossene Immobilienfonds, in: Schulte, Karl-Werner / Achleitner, Ann-Kristin / Schäfers, Wolfgang / Knobloch, Bernd (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking: von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln: Rudolf Müller, 2002, S. 89-118.
- P**
- Parker, David / Hartley, Keith** [*Transaction costs, relational contracting and ppps, 2003*]: Transaction costs, relational contracting and public private partnerships: a case study of UK defence, in: Journal of Purchasing and Supply Management, Vol. 9, No. 3, 2003, S. 97-108.
- Pauly, Lothar (Hrsg.)** [*Miteinander, 2006*]: Das neue Miteinander. Public Private Partnership für Deutschland, Hamburg: Hoffmann und Campe, 2006.
- Perridon, Louis / Steiner, Manfred** [*Finanzwirtschaft, 2007*]: Finanzwirtschaft der Unternehmung, 14., überarb. und erw. Auflage, München: Vahlen, 2004.
- Pfeiffer, Michael** [*Immobilienwirtschaftliche PPP im Schulsektor, 2004*]: Immobilienwirtschaftliche PPP Modelle im Schulsektor: Großbritannien und Deutschland im Vergleich, Hamburg: Ottokar Schreiber, 2004.
- Picot, Arnold / Dietl, Helmut / Franck, Egon** [*Organisation, 1997*]: Organisation: Eine ökonomische Perspektive, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1997.
- Picot, Arnold / Dietl, Helmut / Franck, Egon** [*Organisation, 2008*]: Organisation: Eine ökonomische Perspektive, 5. aktual. und überarb. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2008.
- Pietsch, Gotthard** [*Institutionenökonomik jenseits des Opportunismus, 2005*]: Institutionenökonomik jenseits des Opportunismus: Forschungsprogramm statt Utopie, in: Schauenberg, Bernd / Schreyögg, Georg / Sydow, Jörg (Hrsg.), Institutionenökonomik als Managementlehre, Managementforschung 15, Wiesbaden: Gabler, 2005, S. 1-44.
- Platzer, Helmut / Dietzell, Claus Peter / Kapitza, Thomas et al.** [*Rehakliniken, 1998*]: Rehabilitationskliniken, in: Heuer, Bernd / Schiller, Andreas (Hrsg.), Spezialimmobilien – Flughäfen, Freizeitimmobilien, Hotels, Industriedenkmäler, Rehakliniken, Seniorenimmobilien, Tank- und Rastanlagen / Autohöfe, Köln: Rudolf Müller, 1998, S. 275-319.
- Pols, Helge / Vollrath, Susann** [*Lessons learned, 2007*]: Der Vergabeprozess – Lessons Learned, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership Jahrbuch 2007, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 109-112.
- Porter, Michael E.** [*Wettbewerbsvorteile, 2000*]: Wettbewerbsvorteile (Competitive Advantages) Spitzenleistungen erreichen und behaupten, 6. Auflage, Frankfurt am Main et al.: Campus, 2000.

**Porter, Michael E.** [*Wettbewerbsstrategie*, 1997]: Wettbewerbsstrategie (Competitive Strategy) Methoden zur Analyse von Branchen und Konkurrenten, 9. Auflage, Frankfurt am Main et al.: Campus, 1997.

**PricewaterhouseCoopers (PwC)** [*ÖPP in der Krankenhausfinanzierung*, 2007]: Gutachten zur Bewertung von öffentlich-privaten Partnerschaftsmodellen in der Krankenhausfinanzierung, 2007.

**Puls, Ulrich** [*Spezifität, Kapitalstruktur und Projektfinanzierung*, 2003]: Spezifität, Kapitalstruktur und Projektfinanzierung – Der Erklärungsbeitrag der Theorie unvollständiger Verträge zur Kapitalstruktur beim Eurotunnel, Frankfurt am Main et al.: Peter Lang, 2003.

## Q

**Qiao, Lin / Wang, Shou Qing / Tiong, Robert L.K. et al.** [*Framework for CSF*, 2001]: Framework for Critical Success Factors of BOT Projects in China, in: Journal of Project Finance, Vol. 7, No. 1, 2001, S. 53 – 62.

## R

**Rakel, Josef / Weber, Martin** [*PPP und NKF*, 2007]: Public Private Partnership und Neues Kommunales Finanzmanagement, in: Schriftenreihe Public Private Partnership-Initiative NRW, Public Private Partnership im Hochbau, Düsseldorf, 2007.

**Rebitzer, Dieter W.** [*Rahmenbedingungen für REPE*, 2006]: Rahmenbedingungen für Real Estate Private Equity in Deutschland, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50.

**Reidenbach, Michael / Apel, Dieter / Frischmuth, Birgit et al.** [*Kommunaler Investitionsbedarf 2000-2009*, 2002]: Der kommunale Investitionsbedarf in Deutschland. Eine Schätzung für die Jahre 2000 bis 2009, Berlin: Difu-Beiträge zur Stadtforschung, Bd. 35, 2002.

**Reidenbach, Michael / Bracher, Tilmann / Grabow, Busso et al.** [*Investitionsrückstand und Investitionsbedarf*, 2008]: Investitionsrückstand und Investitionsbedarf der Kommunen – Ausmaß, Ursachen. Folgen und Strategien, Berlin: Edition Difu, 2008.

**Reinking, Kerstin** [*Finanzierungsstrukturen*, 2006]: Abwägung spezifischer Finanzierungsstrukturen für eine effiziente Risikoallokation in PPP-Hochbauprojekten, Masterarbeit betreut durch Susann Vollrath, Bauhaus-Universität Weimar, 2006.

**Reuter, Alexander / Wecker, Claus** [*Projektfinanzierung*, 1999]: Projektfinanzierung, Anwendungsmöglichkeiten, Risikomanagement, Vertragsgestaltung, bilanzielle Behandlung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999.

**Richter, Rudolf / Furubotn, Eirik G.** [*Neue Institutionenökonomik*, 2003]: Neue Institutionenökonomik, Eine Einführung und kritische Würdigung, 3., überarb. u. erw. Auflage, Tübingen: Mohr Siebeck, 2003.

- Riemenschneider, Frank / Nitzsche, Florian** [*Ergebnisorientierte Ausschreibung, 2006*]: Die ergebnisorientierte Ausschreibung, in: Littwin, Frank / Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Handbuch, Stuttgart: Kohlhammer, 2006, S. 321-377.
- Riess, Armin** [*PPP and sectors, 2005*]: Is the PPP model applicable across sectors?, in: EIB Papers, Vol. 10, No. 2, 2005, S. 10-30.
- Roggencamp, Sibylle** [*PPP Entstehung und Funktionsweise, 1999*]: Public Private Partnership Entstehung und Funktionsweise kooperativer Arrangements zwischen öffentlichem Sektor und Privatwirtschaft, Frankfurt am Main et al.: Peter Lang, 1999.
- Romba, Eric** [*ÖPP und Geschlossene Fonds, 2006*]: Finanzierung Öffentlich-Privater Partnerschaften durch Geschlossene Fonds – Ein Ausweg aus der öffentlichen Investitionskrise?, in: Schoeller, Florian / Witt, Martin (Hrsg.), Jahrbuch Geschlossene Fonds 2005/2006, Scope Media, 2006, 133-135.
- Romeike, Frank / Müller-Reichart, Matthias / Hein, Thorsten** [*Solvency II, 2006*]: Die Assekuranz am Scheideweg - Ergebnisse der ersten Benchmark-Studie zu Solvency II, in: Zeitschrift für Versicherungswesen, Nr. 10, 2006, S. 316-321.
- Ross, Stephen A.** [*Theory of Agency, 1973*]: The Economic Theory of Agency: The Principal's Problem, in: American Economic Review, Papers and Proceedings, Vol. 63, No. 2, 1973, S. 134-139.
- Ross, Stephen A.** [*Arbitrage-Pricing-Theory, 1976*]: The Arbitrage Theory of Capital Asset Pricing, in: Journal of Economic Theory, 1976, S. 341-360.
- Rothschild Michael Stiglitz Joseph E.** [*Insurance Markets, 1976*]: Equilibrium in Competitive Insurance Markets: An Essay on the Economics of Imperfect Information, in: The Quarterly Journal of Economics, Vol. 90, No. 4, 1976, S. 629-649.
- Rottke, Nico B.** [*Real Estate Private Equity, 2004*]: Investitionen mit Real Estate Private Equity – Herleitung eines anreizkompatiblen Beteiligungsmodells unter Berücksichtigung der Transaktionskosten- und Agency-Theorie, Köln: Rudolf Müller, 2004.
- Rottke, Nico B.** [*Investitionen mit REPE, 2005*]: Investitionen mit Real Estate Private Equity, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 273-317.
- Rottke, Nico B.** [*Bedeutung von REPE, 2006*]: Bedeutung von Real Estate Private Equity für Deutschland, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50.
- Rottke, Nico B. / Gläsner, Sebastian** [*Glossar, 2006*]: Glossar, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50.
- Rottke, Nico B. / Schlump, Patrick** [*Strategieentwicklung, 2007*]: Strategieentwicklung, in: Schulte, Karl-Werner / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Portfoliomanagement, Köln: Rudolf Müller, 2007, S. 39-64.

**Röver, Jan-Hendrik** [*Covenants und Eigenkapitalersatz, 2003*]: Covenants und Eigenkapitalersatz – ein Hemmnis für Projektfinanzierungen nach deutschem Recht, in: Backhaus, Klaus / Werthschulte, Holger (Hrsg.), Projektfinanzierung - Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003, S. 77-98.

**Rudolph, Bernd** [*Mezzanine-Kapital, 2004*]: Analyse hybrider Finanzierungsinstrumente: Mezzanine-Kapital, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 57. Jg., Nr. 1, 2004, S. 14-18.

**Rügemer, Werner** [*Public Private Partnership - Heuschrecken, 2008*]: „Heuschrecken“ im öffentlichen Raum. Public Private Partnership – Anatomie eines globalen Finanzinstruments. Bielefeld: Transcript Verlag, 2008.

**Rüschen, Thomas** [*PPP für Universitätsgebäude, 2006*]: Geld gespart dank PPP – Das Universitätsgebäude für die Fakultät für Physik der Universität Göttingen, in: Pauly, Lothar (Hrsg.), Das neue Miteinander Public Private Partnership für Deutschland, Hamburg: Hoffmann und Campe, 2006, S. 331 - 337.

## S

**Sailer, Erwin / Grabener, Henning, J. et. al.** [*Immobilien-Fachwissen, 2004*]: Immobilien-Fachwissen von A-Z, Das Fachlexikon mit umfassenden Antworten auf Fragen aus der Immobilienwirtschaft, 7. Auflage, Kiel: Grabener, 2004.

**Schaedel, Volker** [*PPP – mittelständische Unternehmen, 2008*]: Public Private Partnership als strategisches Geschäftsfeld mittelständischer Unternehmen, in: Alfen, Hans Wilhelm (Hrsg.), Schriftenreihe der Professur Betriebswirtschaftslehre im Bauwesen, Weimar: Verlag der Bauhaus-Universität Weimar, 2008.

**Schäfer, Michael / Karthaus, Arnim** [*Kommunalrecht, 2006*]: Kommunalrecht, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 193-234.

**Schaufelberger, John, E. / Wipadapisut, Isr** [*Financing Strategies, 2003*]: Alternate Financing Strategies for Build-Operate-Transfer Projects, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 129, No. 2, 2003, S. 205-213.

**Schede, Christian / Pohlmann, Markus** [*Vertragsrecht, 2006*]: Vertragsrechtliche Grundlagen, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 102-156.

**Schierenbeck, Henner** [*Betriebswirtschaftslehre, 1989*]: Grundzüge der Betriebswirtschaftslehre, 10., völlig überarb. u. erw. Auflage, München: Oldenburg, 1989.

**Schleiter, Ludwig-Wilhelm** [*Grundlagen Immobilien-Projektentwicklung, 2000*]: Historische, gesellschaftliche und ökonomische Grundlagen der Immobilien-Projektentwicklung, Köln: Rudolf Müller, 2000.



- Schmidt, Reinhard H. / Terberger, Eva** [*Investitions- und Finanzierungstheorie, 2003*]: Grundzüge der Investitions- und Finanzierungstheorie, 4., aktual. Auflage, Wiesbaden: Gabler, 2003.
- Schmidt, Reinhard H.** [*Grundformen der Finanzierung, 1981*]: Grundformen der Finanzierung – eine Anwendung des neoinstitutionalistischen Ansatzes, in: Kredit und Kapital, 14. Jg., 1981, S. 186-221.
- Schmitz, Thorsten / Wehrheim, Michael** [*Risikomanagement, 2006*]: Risikomanagement, Grundlagen, Theorie, Praxis, Stuttgart: Kohlhammer, 2006.
- Schneider, Dieter** [*Allgemeine BWL, 1987*]: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, 3., neu bearb. und erw. Auflage, 2. Nachdruck 1994, München: Oldenbourg, 1987.
- Schomberg, Bärbel / Päsler, Rüdiger** [*Offene Immobilienfonds, 2006*]: Offene Immobilienfonds: Unverzichtbarer Bestandteil von Investmentdepots, in: „Mit einer Stimme“ - Bündelungsinitiative in der Deutschen Immobilienwirtschaft e.V. (Hrsg.), Immobilienjahresbericht 2006, Frankfurt am Main, 2006, S. 209-218.
- Schöne, Franz-Josef** [*Rechtsfragen - Vertragsrecht, 2006*]: Ausgewählte Rechtsfragen – Vertragsrechtliche Aspekte, in: Littwin, Frank / Schöne, Franz-Josef (Hrsg.), Public Private Partnership im öffentlichen Hochbau – Handbuch, Stuttgart: Kohlhammer, 2006, S. 98-118.
- Schulte, Karl-Werner / Schäfers, Wolfgang** [*Immobilien-Banking, 2002*]: Immobilien-Banking als Geschäftsfeld von Banken, in: Schulte, Karl-Werner / Achleitner, Ann-Kristin / Schäfers, Wolfgang et al. (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Banking: von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking, Köln: Rudolf Müller, 2002, S. 29-42.
- Schulte, Karl-Werner / Holzmann, Christoph** [*Institutionelle Aspekte, 2005*]: Institutionelle Aspekte der Immobilienökonomie, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3., vollst. überarb. und erw. Auflage, München: Oldenbourg, 2005, S. 169-207.
- Schulte, Karl-Werner / Holzmann, Christoph** [*Investition in Immobilien, 2005*]: Investition in Immobilien, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 21-43.
- Schulte, Karl-Werner / Allendorf, Georg J. / Ropeter-Ahlers, Sven-Eric** [*Beurteilung direkter Immobilienanlagen, 2005*]: Beurteilung direkter Immobilienanlagen, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollst. überarb. und erw. Auflage, München: Oldenbourg, 2005, S. 630-686.
- Schulte, Karl-Werner / Sotelo, Ramón** [*Deutsche REITs, 2004*]: Deutsche REITs – Möglichkeiten und Voraussetzungen einer Realisierung, in: Zeitschrift für Immobilienökonomie, Nr. 2, 2004, S. 31-48.

- Schulte, Karl-Werner / Walbröhl, Victoria** [*Immobilien Asset Management*, 2002]: in: Schulte, Karl-Werner / Achleitner, Ann-Kristin / Schäfers, Wolfgang / Knobloch, Bernd (Hrsg.), *Handbuch Immobilien-Banking: von der traditionellen Immobilien-Finanzierung zum Immobilien-Investmentbanking*, Köln: Rudolf Müller, 2002, S. 657-672.
- Schurz, Gerhard** [*Wissenschaftstheorie*, 2006]: Einführung in die Wissenschaftstheorie, Darmstadt: Wissenschaftliche Buchgesellschaft, 2006.
- Seiffert, Helmut / Radnitzky, Gerard (Hrsg.)** [*Handlexikon Wissenschaftstheorie*, 1992]: Handlexikon zur Wissenschaftstheorie, München: Deutscher Taschenbuch Verlag, 1992.
- Selten, Reinhard** [*Bounded Rationality*, 1990]: Bounded Rationality, in: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, Vol. 146, 1990, S. 649-658.
- Serco** [*Case Study Gefechtsübungszentrum*, 2006]: Case Study Gefechtsübungszentrum Heer, Berlin, 2006.
- Sester, Peter** [*Projektfinanzierungsvereinbarungen*, 2004]: Projektfinanzierungsvereinbarungen als Gestaltungs- und Regulierungsaufgabe, Eine symbiotische Finanzierungsform für privatwirtschaftliche Projekte und Public, Private Partnership, Köln: Dr. Otto Schmidt Verlag, 2004.
- Sester, Peter / Bunsen, Christian** [*Finanzierungsverträge*, 2006]: Vertragliche Grundlagen – Finanzierungsverträge, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), *Praxishandbuch Public Private Partnership*, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 436-497.
- Shaoul, Jean** [*Critical financial analysis of the PFI*, 2005]: A critical financial analysis of the Private Finance Initiative: selecting a financing method or allocating economic wealth?, in: *Critical Perspective on Accounting*, Vol. 16, 2005, S. 441-471.
- Sharpe, William F.** [*Capital Asset Prices*, 1964]: Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk, in: *Journal of Finance*, Vol. 19, 1964, S. 425-442.
- Siebel, Ulf R. / Röver, Jan-Hendrik / Knütel, Christian** [*Rechtshandbuch Projektfinanzierung und PPP*, 2008]: Rechtshandbuch Projektfinanzierung und PPP: Vertragsgestaltung und Projektdurchführung nach deutschem Recht unter Berücksichtigung internationaler Erfahrungen, 2. erg. und erw. Auflage, Köln: Carl Heymanns, 2008.
- Siegel, Donald S.** [*Strategic Research Partnerships*, 2003]: Data Requirements for Assessing the Private and Returns to Strategic Research Partnerships: Analysis and Recommendations, in: *Technology Analysis & Strategic Management*, Vol. 15, No. 2, 2003, S. 207-225.
- Simon, Herbert A.** [*Decision Making*, 1959]: Theories of Decision Making in Economics and Behavioural Science, in: *American Economic Review*, Vol. 49, No. 3, 1959, S. 253-283.

- Sotelo, Ramón** [*Projektentwicklung und Investoren, 2002*]: Projektentwicklung und Investoren - welche Produkte für welche Kunden, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Projektentwicklung, 2. Auflage, Köln: 2002, S. 699-720.
- Sotelo, Ramón** [*Regeln schaffen Werte, 2006*]: Regeln schaffen Werte - Rekonstruktion von Finanzierungstheorie als ein Ergebnis der Gegenstandsorientierung der Immobilienökonomie, in: Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias / Schäfers, Wolfgang et al. (Hrsg.), Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 41-54.
- Sotelo, Ramón** [*REITs - Herrschaftsformen, 2006*]: REITs - Immobilienanlageprodukte als Herrschaftsformen, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50., S. 543-560.
- Sotelo, Ramón** [*Investmentgesetz, 2007*]: Der Diskussionsentwurf zur Reform des Investmentgesetzes - Anmerkungen aus Finanzierungssicht, in: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, 60. Jg., Nr. 7, 2007, S. 323-325.
- Sotelo, Ramón** [*PPP - Produkt für REITs, 2007*]: PPP - ein Produkt für REITs?, in: Immobilien und Finanzierung - Der Langfristige Kredit, Vol. 10, 2007, S. 354-356.
- Sotelo, Ramón** [*Was sind REITs, 2007*]: Was sind eigentlich REITs?, in: StadtBauwelt, Nr. 12, 2007, S. 34-39.
- Spackmann, Michael** [*PPPs: the British approach, 2002*]: Public-private partnerships: lessons from the British approach, in: Economic Systems, Vol. 26, 2002, S. 283-301.
- Spindler, Edmund A. (Hrsg.)** [*Turn- und Sporthallen: PPP, 2007*]: Management und Modernisierung von Turn- und Sporthallen: PPP-Konzepte, zeitgemäße Sanierung und energieeffiziente Nutzung, Heidelberg: Müller, 2007.
- Spoehr, John / Whitfield, Dexter / Sheil, Christopher et al.** [*PPP in Australia, 2002*]: Partnerships, Privatisation and the Public Interest: Public Private Partnerships and the Financing of Infrastructure Development in South Australia, The University of Adelaide, Australia, Centre for Labour Research for the Public Service Association of South Australia, Australia, 2002.
- Spremann, Klaus** [*Investition und Finanzierung, 1991*]: Investition und Finanzierung, 4., verbess. Auflage, München: Oldenbourg, 1991.
- Stainback, John** [*Public / Private Finance and Development, 2000*]: Public / Private Finance and Development: Methodology, Deal Structuring, Developer Solicitation, New York et al.: John Wiley & Sons, 2000.
- Stainer, Andrew / Holzmann, Christoph** [*REPE Exit, 2006*]: Exit en gros und en detail, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 33-50.
- Steinmetz, Freia / Gürtler, Volkhardt (Hrsg.)** [*PPP im Hochschulbau, 2007*]: Public Private Partnership im Hochschulbau – Möglichkeiten für Neubau und Sanierung, Hannover: Hochschul-Informations-System, 2007.

**Stiepelmann, Heiko** [*ÖPP Zwischenbilanz, 2005*]: Öffentlich Private Partnerschaften in Großbritannien und Deutschland – eine Zwischenbilanz, in: Ummen, Robert / Johns, Sven R. (Hrsg.), Jahrbuch der Immobilienwirtschaft Immobilien Praxis & Recht, Braunschweig: Limbach, 2005, S. 84-87.

**Stiepelmann, Heiko** [*Mittelständische Bauindustrie auf PPP-Kurs, 2007*]: Mittelständische Bauindustrie auf PPP-Kurs, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership Jahrbuch 2007, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 16-20.

## T

**Tegner, Henning / Wachinger, Lorenz** [*PPP für Schieneninfrastruktur, 2006*]: Public Private Partnership für Schieneninfrastruktur, Potenziale, wirtschaftliche Vorteilhaftigkeit, Gestaltungsoptionen, Umsetzungshemmnisse und Handlungsbedarf: ein Leitfaden für die Praxis, Hamburg: Eurailpress Tetzlaff-Hestra, 2006.

**Teichert, Torsten** [*Geschlossene Fonds, 2006*]: Finanzierung von Infrastruktur- und Hochbaumaßnahmen über geschlossene Fonds, Vortrag auf der 7. Sitzung des Arbeitskreises Finanzierung des Bundesverbandes PPP, Hamburg, 2006.

**Thomas, Matthias / Dierkes, Lars** [*Immobilien-Performancemessung, 2006*]: Anforderungen institutioneller Investoren an die Immobilien-Performancemessung und das Immobilien-Benchmarking, in: Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias / Schäfers, Wolfgang et al. (Hrsg.), Stand und Entwicklungstendenzen der Immobilienökonomie, Festschrift zum 60. Geburtstag von Karl-Werner Schulte, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 213-229.

**Thommen, Jean-Paul / Achleitner, Ann-Kristin** [*Allgemeine BWL, 2001*]: Allgemeine Betriebswirtschaftslehre, Umfassende Einführung aus managementorientierter Sicht, 3., vollst. überarb. und erw. Auflage, Wiesbaden: Gabler, 2001.

**Thiessen, Oliver** [*Vertragsende bei PPP-Hochbauprojekten, 2007*]: Untersuchung der Gestaltung des Vertragsendes bei PPP-Hochbauprojekten aus baubetrieblicher Sicht, Universität Duisburg-Essen, Essen, 2007.

**Thissen, Maarten** [*REPE Fundraising, 2006*]: Fundraising, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 171-181.

**Tiong, Robert L.K.** [*CSFs in Competitive Tendering and Negotiation, 1996*]: CSFs in Competitive Tendering and Negotiation Model for BOT Projects, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 122, No. 3, 1996, S. 205-211.

**Tiong, Robert L.K. / Alum, Jahidul** [*Final Negotiation, 1997*]: Final Negotiation in Competitive BOT Tender, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 123, No. 1, 1997, S. 6-10.

**Tiong, Robert L.K. / Alum, Jahidul** [*Financial commitments, 1997*]: Financial commitments for BOT projects, in: International Journal of Project Management, Vol. 15, No. 2, 1997, S. 73-78.

- Trumpp, Andreas** [*Kooperationen*, 1995]: Kooperationen unter asymmetrischer Information: Eine Verbindung von Prinzipal-Agenten-Theorie und Transaktionskostenansatz, Neuried: ars una, 1995.
- Tytco, Dagmar** [*Grundlagen der Projektfinanzierung*, 1999]: Grundlagen der Projektfinanzierung, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 1999.
- Tytco, Dagmar** [*Grundlagen*, 2003]: Grundlagen der Projektfinanzierung, in: Backhaus, Klaus / Werthschulte, Holger (Hrsg.), Projektfinanzierung - Wirtschaftliche und rechtliche Aspekte einer Finanzierungsmethode für Großprojekte, 2. Auflage, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2003, S. 11-36.
- V**
- Välilä, Timo** [*Economics of PPPs*, 2005]: How expensive are cost savings? On the economics of public-private partnerships, in: EIB Papers, Vol. 10, No. 1, 2005, S. 94-119.
- Väth, Arno** [*Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft*, 1999]: Die Grundstücks-Investmentaktiengesellschaft als Pendant zum REIT – Entwicklung einer Konzeption auf Basis der KAGG-Novelle 98, Köln: Rudolf Müller, 1999.
- Verband Geschlossene Fonds e.V. (VGF)** [*Mitgliederverzeichnis*, 2008]: Die Mitglieder im Verband geschlossene Fonds, Stand: September 2008, Berlin, 2008.
- Verband Geschlossene Fonds e.V. (VGF)** [*Standards Leistungsbilanz*, 2007]: Branchenstandards Leistungsbilanz mit allen Formblättern, Berlin, 2007.
- Verband Geschlossene Fonds e.V. (VGF)** [*Standards Prospekterstellung*, 2004]: Branchenstandards Prospekterstellung, Berlin, 2004.
- Vogel, Bernd / Stratmann, Bernhard** [*PPP in der Forschung*, 2000]: Public Private Partnership in der Forschung: neue Formen der Kooperation zwischen Wissenschaft und Forschung, Hannover: Hochschul-Informations-System, 2000.
- Vogel, Ludwig / Wittkop, Christoph** [*REPE Performance Management*, 2006]: Performance Management, in: Rottke, Nico B. / Rebitzer, Dieter W. (Hrsg.), Handbuch Real Estate Private Equity, Köln: Rudolf Müller, 2006, S. 407-430.
- Volckens, Hans Volkert** [*REIT-Aktiengesellschaft*, 2007]: Die REIT-Aktiengesellschaft, in: Schäfer, Jürgen (Hrsg.), REITs, Real Estate Investment Trusts, Marktüberblick, Aufbau und Management von REITs sowie Investitionen in REITs, Praxisleitfaden, München: Verlag C.H. Beck, 2007, S. 104-170.
- Vollrath, Susann** [*Entwicklung von Privatschulen*, 2004]: Untersuchung eines ganzheitlichen Ansatzes zur Entwicklung von Privatschulen, Masterarbeit an der Bauhaus-Universität in Weimar, 2004.
- Von Einem, Christoph / Schmid, Stefanie** [*Private Debt*, 2004]: Modern Private-Debt-Finanzierungsinstrumente und deren rechtliche Implementierung, in: Achleitner, Ann-Kristin / von Einem, Christoph / von Schröder, Benedikt (Hrsg.), Private Debt – alternative Finanzierung für den Mittelstand, Finanzmanagement, Rekapitalisierung, Institutionelles Fremdkapital, Stuttgart: Schäffer-Poeschel, 2004, S. 147-167.

## W

- Walbröhl, Victoria** [*Immobilienanlage Versicherungen und Pensionskassen, 2001*]: Die Immobilienanlageentscheidung im Rahmen des Kapitalanlagenmanagements institutioneller Anleger - eine Untersuchung am Beispiel deutscher Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, Köln: Rudolf Müller, 2001.
- Walker, Anette** [*Infrastruktur-Fonds, 2006*]: Gute Aussichten für Infrastruktur-Fonds, in: Bankmagazin, Nr. 9, 2006, S. 32-34.
- Walther, Ursula** [*Finanzierung und Risikotransfer, 2006*]: Finanzierung und Risikotransfer im PPP-Projekt - eine kapitalmarktorientierte und institutionelle Perspektive, Papier präsentiert auf der 13. European Real Estate Society (ERES) Konferenz in Weimar, 2006.
- Walz, Eberhard / Walbröhl, Victoria** [*Versicherungen und Pensionskassen, 2005*]: Versicherungsgesellschaften und Pensionskassen, in: Schulte, Karl-Werner / Bone-Winkel, Stephan / Thomas, Matthias (Hrsg.), Handbuch Immobilien-Investition, 2., vollst. überarb. Auflage, Köln: Rudolf Müller, 2005, S. 173-201.
- Walzel, Barbara** [*Immobilienarten, 2005*]: Unterscheidung nach Immobilienarten, in: Schulte, Karl-Werner (Hrsg.), Immobilienökonomie, Betriebswirtschaftliche Grundlagen, 3. vollst. überarb. und erw. Auflage, München: Oldenbourg, 2005, S. 117-140.
- Weber, Barbara / Alfen, Hans Wilhelm / Maser, Stefan** [*Projektfinanzierung und PPP, 2006*]: Projektfinanzierung und PPP: praktische Anleitung für PPP und andere Projektfinanzierungen, Köln: Bank-Verlag, 2006.
- Weber, Barbara / Alfen, Hans Wilhelm / Maser, Stefan** [*Infrastrukturinvestitionen, 2008*]: Infrastrukturinvestitionen - Projektfinanzierung und PPP, Praktische Anleitung für PPP und andere Projektfinanzierungen, 2. vollst. überarb. Auflage, Köln: Bank-Verlag, 2008.
- Weber, Martin / Heß, Silke** [PPP im Krankenhausbau, 2007]: Neue Wege für PPP im Krankenhausbau, in: Knop, Detlef (Hrsg.), Public Private Partnership Jahrbuch 2007, Frankfurt am Main: ConVent, 2007, S. 91-93.
- Weber, Martin / Moß, Oliver / Bachhuber, Falk** [*Finanzierung von PPP-Projekten, 2006*]: Anforderungen und Besonderheiten bei der Finanzierung von PPP-Projekten, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 599-639.
- Weber, Martin / Moß, Oliver / Parzych, Andreas** [*Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen, 2006*]: Wirtschaftlichkeitsuntersuchungen als Erkenntnis- und Entscheidungsprozess, in: Weber, Martin / Schäfer, Michael / Hausmann, Friedrich Ludwig et al. (Hrsg.), Praxishandbuch Public Private Partnership, München: Verlag C.H. Beck, 2006, S. 499-597.
- Weber, Martin / Moß, Oliver / Schwichow, Heike** [*Finanzierungsleitfaden NRW, 2004*]: Finanzierungsleitfaden, in: Schriftenreihe Public Private Partnership-Initiative NRW, Public Private Partnership im Hochbau, Düsseldorf, 2004.

- Weihrauch, Oliver** [*Vertragsgestaltung, 2005*]: Vertragsgestaltung bei PPP-Projekten, in: Meyer-Hofmann, Bettina / Riemenschneider, Frank / Weihrauch Oliver (Hrsg.), Public Private Partnership: Gestaltung von Leistungsbeschreibung, Finanzierung, Ausschreibung und Verträgen in der Praxis, Köln: Carl Heymanns, 2005, S. 234-255.
- Wenzel, Carl-Otto / Putzier, Eckart / Vesely, Heinz et al.** [*Freizeitimmobilien, 1998*]: Freizeitimmobilien, in: Heuer, Bernd / Schiller, Andreas (Hrsg.), Spezialimmobilien – Flughäfen, Freizeitimmobilien, Hotels, Industriedenkmäler, Rehakliniken, Seniorenimmobilien, Tank- und Rastanlagen / Autohöfe, Köln: Rudolf Müller, 1998, S. 85-159.
- Wettenhall, Roger** [*Rhetoric and Reality of PPPs, 2003*]: The Rhetoric and Reality of Public-Private Partnerships, in: Public Organization Review: A Global Journal, Vol. 3, 2003, S. 77-107.
- Wibowo, Andreas** [*CAPM-Based Valuation of Financial Government Supports, 2006*]: CAPM-Based Valuation of Financial Government Supports to Infeasible and Risky Private Infrastructure Projects, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 132, No. 3, 2006, S. 239-248.
- Williamson, Oliver E.** [*Vertical Integration, 1971*]: The Vertical Integration of Production: Market Failure Considerations, in: The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Eighty-Third Annual Meeting of the American Economic Association, Vol. 61, No. 2, 1971, S. 112-123.
- Williamson, Oliver E.** [*Transaction Cost Economics, 1989*]: Transaction Cost Economics, in: Schmalensee, Richard / Willig, Robert (Hrsg.), Handbook of Industrial Organization, Vol. 1, Amsterdam: Elsevier Science, 1989, S. 136-182.
- Williamson, Oliver E.** [*Ökonomische Institutionen des Kapitalismus, 1990*]: Die ökonomischen Institutionen des Kapitalismus: Unternehmen, Märkte, Kooperationen, Tübingen: Mohr, 1990.
- Williamson, Oliver E.** [*Corporate Finance, 1988*]: Corporate Finance and Corporate Governance, in: The Journal of Finance, Papers and Proceedings of the Forty-Seventh Annual Meeting of the American Finance Association, Chicago, Illinois, Vol. 43, No. 3, 1988, S. 567-591.
- Williamson, Oliver E.** [*Comparative Economic Organization, 1991*]: Comparative Economic Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives, in: Administrative Science Quarterly, Vol. 36, 1991, S. 269-296.
- Williamson, Oliver E.** [*Institutions of Governance, 1998*]: The Institutions of Governance, in: The American Economic Review, Papers and Proceedings of the Hundred and Tenth Annual Meeting of the American Economic Association, Vol. 88, No. 2, 1998, S. 75-79.
- Wissenschaftsrat** [*PPP in der universitätsmedizinischen Krankenversorgung, 2006*]: Empfehlungen zu Public Private Partnerships (PPP) und Privatisierungen in der universitätsmedizinischen Krankenversorgung, Berlin, 2006.
- Wolter, Maria** [*BOT, 2004*]: BOT im Bauwesen Grundlagen, Risikomanagement, Praxisbeispiele, Berlin et al.: Springer, 2004.

## Y

**Ye, Sudong / Tiong, Robert L. K.** [*Government support and risk-return in BOT, 2000*]: Government support and risk-return trade-off in China's BOT power projects, in: Engineering, Construction and Architectural Management, Vol. 7, No. 4, 2000, S. 412-422.

**Yescombe, E. R.** [*Project Finance, 2002*]: Principles of Project Finance, San Diego et al.: Academic Press, 2002.

## Z

**Zhang, Xueqing** [*Critical Success Factors for PPPs, 2005*]: Critical Success Factors for Public-Private Partnerships in Infrastructure Development, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 131, No. 1, 2005, S. 3-13.

**Zhang, Xueqing** [*Financial Viability and Capital Structure, 2005*]: Financial Viability Analysis and Capital Structure Optimization in Privatized Public Infrastructure Projects, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 131, No. 6, 2005, S. 656-668.

**Zhang, Xueqing** [*Best Value of PPPs, 2006*]: Public Clients' Best Value Perspective of Public Private Partnerships in Infrastructure Development, in: Journal of Construction Engineering and Management, Vol. 132, No. 2, 2006, S. 107-114.

**Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) / European Business School (EBS)** [*REITs – Best Practice, 2005*]: Real Estate Investment Trusts (REITs) Internationale Erfahrungen und Best Practice für Deutschland, Teil des Abschlussberichts zum Forschungsprojekt 6/04 „Neue Assetklassen im internationalen Vergleich – Private Equity und REITs“ für das Bundesministerium der Finanzen, Berlin, Mannheim, 2005.

## 7.1 Gesetze und Erlasse

**Anlegerschutzverbesserungsgesetz** [*AnSVG, 2004*]: Gesetz zur Verbesserung des Anlegerschutzes – Anlegerschutzverbesserungsgesetz (AnSVG), Artikelgesetz vom 28. Oktober 2004, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2004 Teil I Nr. 56, ausgegeben zu Bonn am 29. Oktober 2004.

**Anlageverordnung** [*AnlV, 2007*]: Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen – Anlageverordnung (AnlV) vom 20. Dezember 2001 (BGBl. I S. 3913), Stand: zuletzt geändert durch die Verordnung vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3278).

**Bundesministerium der Finanzen (BMF)** [*Teilamortisations-Immobilien-Erlass, 1991*]: Behandlung von Teilamortisations-Leasing-Verträgen über unbewegliche Wirtschaftsgüter, Schreiben des Bundesministeriums für Wirtschaft und Finanzen, Berlin, 23. Dezember 1991.



- Bundesministerium der Finanzen (BMF)** [5. *Bauherrenerlass*, 2003]: Einkommensteuerrechtliche Behandlung von Gesamtojekten, von vergleichbaren Modellen mit nur einem Kapitalanleger und von gesellschafts- sowie gemeinschaftsrechtlich verbundenen Personenzusammenschlüssen (geschlossene Fonds), Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen, Berlin, 20. Oktober 2003.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF)** [*Gewerblicher Grundstückshandel*, 2004]: Abgrenzung zwischen privater Vermögensverwaltung und gewerblichem Grundstückshandel, Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen, Berlin, 26. März 2004.
- Bundesministerium der Finanzen (BMF)** [*Zinsschranke*, 2008]: Zinsschranke (§ 4h EStG; § 8a KStG), Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen, Berlin, 04. Juli 2008.
- Bürgerliches Gesetzbuch [BGB, 2007]**: Bürgerliches Gesetzbuch in der Fassung der Bekanntmachung vom 2. Januar 2002 (BGBl. I S. 42, 2909; 2003 I S. 738), Stand: zuletzt geändert durch Artikel 2 Abs. 16 des Gesetzes vom 19. Februar 2007 (BGBl. I S. 122).
- Entwurf Investmentänderungsgesetz [Entwurf InvÄndG, 2007]**: Entwurf eines Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften – Investmentänderungsgesetz (InvÄndG) vom 11. Juni 2007, Deutscher Bundestag, Drucksache 16/5576, 2007.
- Entwurf ÖPP-Beschleunigungsgesetz [Entwurf ÖPP-BeschlG, 2005]**: Entwurf eines Gesetzes zur Beschleunigung der Umsetzung von Öffentlich Privaten Partnerschaften und zur Verbesserung gesetzlicher Rahmenbedingungen für Öffentlich Private Partnerschaften vom 14. Juli 2005, Deutscher Bundestag, Drucksache 15/5668, 2005.
- GmbH-Gesetz [GmbHG, 2007]**: Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung in der im Bundesgesetzblatt Teil III, Gliederungsnummer 4123-1, veröffentlichten bereinigten Fassung, Stand: zuletzt geändert durch Artikel 4 des Gesetzes vom 19. April 2007 (BGBl. I S. 542).
- Innenministerium NRW [Krediterlass NRW, 2006]**: Kredite und kreditähnliche Rechtsgeschäfte der Gemeinden, Runderlass des Innenministeriums NRW vom 09. Oktober 2006.
- Investmentgesetz [InvG, 2007]**: Investmentgesetz (InvG) vom 15. Dezember 2003 (BGBl. I S. 2676), Stand: zuletzt geändert durch Art. 1 des Gesetzes vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3089).
- Investmentsteuergesetz [InvStG, 2007]**: Investmentsteuergesetz (InvStG) vom 15. Dezember 2003 (BGBl. I S. 2676, 2724), zuletzt geändert durch Artikel 8 des Gesetzes vom 14. August 2007 (BGBl. I S. 1912), Stand: zuletzt geändert durch Artikel 8 des Gesetzes vom 14. August 2007 (BGBl. I S. 1912).

**Investmentänderungsgesetz** [*InvÄndG*, 2007]: Gesetz zur Änderung des Investmentgesetzes und zur Anpassung anderer Vorschriften - Investmentänderungsgesetz (InvÄndG), Artikelgesetz vom 21. Dezember 2007, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2007 Teil I Nr. 68, ausgegeben zu Bonn am 27. Dezember 2007.

**ÖPP-Beschleunigungsgesetz** [*ÖPP-BeschlG*, 2005]: Gesetz zur Beschleunigung der Umsetzung von Öffentlich Privaten Partnerschaften und zur Verbesserung gesetzlicher Rahmenbedingungen für Öffentlich Private Partnerschaften - ÖPP-Beschleunigungsgesetz, Artikelgesetz vom 1. September 2005, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2005 Teil I Nr. 56, ausgegeben zu Bonn am 7. September 2005.

**REIT-Gesetz** [*REIT-Gesetz*, 2007]: Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilien-Aktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen - REIT-Gesetz, Artikelgesetz vom 28. Mai 2007, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2007 Teil I Nr. 23, ausgegeben zu Bonn am 1. Juni 2007.

**Wertpapier-Verkaufsprospektgesetz** [*VerkaufsprospG*, 2005]: in der Fassung der Bekanntmachung vom 9. September 1998 (BGBl. I S. 2701), Stand: zuletzt geändert durch Artikel 8 des Gesetzes vom 16. Juli 2007 (BGBl. I S. 1330).

**Versicherungsberichterstattungs-Verordnung** [*BerVersV*, 2006]: Verordnung über die Berichterstattung von Versicherungsunternehmen gegenüber der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - Versicherungsberichterstattungs-Verordnung (BerVersV), Verordnung vom 29. März 2006, Bundesgesetzblatt Jahrgang 2006 Teil I Nr. 16, ausgegeben zu Bonn am 11. April 2006.

**Versicherungsaufsichtsgesetz** [*VAG*, 2007]: Gesetz über die Beaufsichtigung der Versicherungsunternehmen – Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) in der Fassung der Bekanntmachung vom 17. Dezember 1992 (BGBl. 1993 I S. 2), Stand: zuletzt geändert durch Artikel 1 des Gesetzes vom 23. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3248).

**Wertpapierprospektgesetz** [*WpPG*, 2007]: Gesetz über die Erstellung, Billigung und Veröffentlichung des Prospekts, der beim öffentlichen Angebot von Wertpapieren oder bei der Zulassung von Wertpapieren zum Handel an einem organisierten Markt zu veröffentlichen ist –Wertpapierprospektgesetz (WpPG) vom 22. Juni 2005 (BGBl. I S. 1698), Stand: zuletzt geändert durch Artikel 19a Nummer 1 des Gesetzes vom 21. Dezember 2007 (BGBl. I S. 3089).

## 7.2 Workshops und Gespräche mit Experten

**PPP Task Force** [*Workshop Finanzierung*, 2006]: Workshops: Finanzierung von PPP-Projekten: Forfaitierung mit Einredeverzicht und Projektfinanzierung, am 29. März 2006 und am 17. Mai 2006, Konzeption und Organisation der Workshops durch die Autorin im Rahmen ihrer Tätigkeit als externe Expertin bei der PPP Task Force im Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung.

**PPP Task Force** [*Workshop Vergabeprozess, 2005*]: Workshops: Der Vergabeprozess bei PPP-Projekten - Lessons Learned, am 27. September 2005 und am 29. September 2005, Konzeption und Mitorganisation der Workshops durch die Autorin im Rahmen ihrer Tätigkeit als externe Expertin bei der PPP Task Force im Bundesministerium für Verkehr, Bau und Stadtentwicklung.

**Benz, Claudia** [*Interview, 2007*]: Abteilungsdirektorin Recht und Aufsicht im BVI Bundesverband Investment und Asset Management e. V., E-Mail-Befragung: Antwort vom 17. Oktober 2007.

**Eilbacher, Martin** [*Interview, 2007*]: Bereichsleiter PPP der HANNOVER LEASING GmbH & Co. KG, E-Mail-Befragung: Antwort vom 08. November 2007.

**Simons, Hermann** [*Interview, 2007*]: Referatsleiter im Bundesministerium für Verteidigung, E-Mail-Befragung: Antwort vom 10. August 2007.